

Penser Access | Konsumenttjänster | Sverige | 09 Mars 2022

Siktet inställt på Europa

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
	Nu	Förr			21	22e	23e	24e	Motiverat värde	40.0 - 42.0
EPS, justerad 22e	-0.2	-0.2	0.0%	Omsättning, mkr	399	520	602	657	Aktiekurs	SEK28.8
EPS, justerad 23e	1	1	0.0%	Tillväxt	3%	30%	16%	9%	Riskenivå	Medium
EPS, justerad 24e	2	2	0.0%	EBITDA, mkr	(4.0)	3.7	27	46		
				EBIT, mkr	(6)	(2)	20	39		
Kommande händelser				EPS, justerad	(0.6)	(0.2)	1.0	2.0		
				EK/aktie	10.9	10.7	11.6	13.5		
Q1'22	2022-04-22			Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
Q2'22	2022-07-15			EBIT-marginal	(1.5)%	(0.4)%	3.3%	5.9%		
				ROE (%)	(4.3)%	(2.1)%	8.1%	14.2%		
				ROCE	(2.2)%	(0.5)%	5.3%	9.7%		
Bolagsfakta (mkr)				EV/Sales	0.7x	0.6x	0.5x	0.4x		
				EV/EBITDA	(73.7)x	80.2x	10.8x	6.4x		
Antal aktier			16m	EV/EBIT	(49.3)x	(156.0)x	15.0x	7.6x		
Börsvärde			446	P/E, justerad	(45.0)x	(124.9)x	30.1x	14.7x		
Nettoskuld			(151)	P/EK	2.6x	2.7x	2.5x	2.1x		
EV			295	Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
Free float			31%	FCF yield	(4.8)%	(10.0)%	1.6%	3.9%		
Daglig handelsvolym, snitt			16(k)	Nettosk./EBITDA	37.8g	(25.4)g	(3.5)g	(2.4)g		
										hjalmar.jernstrom@penser.se
Analytiker										



Sammanfattning

Siktet inställt på Europa

Investment Case

Bubbleroom designar, tillverkar och säljer kläder, skor och accessoarer inom ett segment man kallar "affordable luxury", produkter i mellanprissegmentet som samtidigt inte följer tillfälliga designtrender lika mycket som många andra klädkategorier. Genom en tydlig pris- och designmässig nisch har bolaget sedan 2015 växt mycket starkt i den Nordiska marknaden för festkläder. Bolaget befinner sig för tillfället i en tydlig tillväxtfas och har nyligen inlett en expansion i Europa via Zalandos "marketplace-plattform". Bubblerooms strategi för kommande år är att använda erfarenheter från Zalando-försäljningen och expandera sin verksamhet, brett, i Europa. Utöver detta ska bolaget växa i befintliga marknader, och tillsammans med en förbättrad försäljningsmix och utpräglat kostnadsfokus ska man uppnå ihållande lönsamhet på sikt.

Starkt track rekord

Bubbleroom har en historik av stark tillväxt. 2015 - 2019 växte omsättningen 250%, motsvarande en CAGR om 37%. Vi bedömer att den starka tillväxten möjliggjorts av bolagets nisch inom "affordable luxury", där bolaget har kunnat undvika den omfattande konkurrens som präglar exempelvis lågpris- eller premiumprisaktörer. Vår branschgenomgång indikerar även att Bubblerooms prisprofil placerar bolaget i en tydlig nisch även i dagsläget. Utöver detta designas produkterna för att vara tidlösa, vilket betyder att efterfrågan på bolagets produkter inte påverkas av trendfluktuationer lika mycket som andra klädkategorier.

Bubbleroom har identifierat ett stort antal marknader där man planerar Zalando-lansering under 2022-2023. För tillfället säljer Bubbleroom via Zalandos plattformstjänst i Sverige, Danmark, Nederländerna och Tyskland, och har identifierat sex ytterligare marknader med planerad lansering under 2022. Genom Zalando-samarbetet får Bubbleroom ta del av olika typer av kunddata, som kommer att utvärderas och ligga till grund för en potentiell fullskalig lansering av den egna hemsidan på respektive marknad. Vi ser att denna affärsmodell medför minskad risk, då bolaget har stor kundkännedom inför en full lansering i en ny marknad. Vi bedömer att bolaget har goda förutsättningar för att fortsätta sin Europeiska expansion, och noterar att den starka inledande expansionen i Tyskland är ett styrketecken.

Grogrund för god lönsamhet

Sedan 2020 har Bubbleroom uppnått förstärkta bruttomarginaler genom ett ökat varumärkesfokus och optimerade försäljningskanaler. Genom att fokusera det egna erbjudandet till en kärna av egna varumärken, samtidigt som man arbetat med att uppnå försäljning präglad av egna varumärken har Bubbleroom förbättrat bruttomarginalen. Utöver det har man avslutat distributörssamarbeten, och därmed blivit mer B2C-orienterade. Sammantaget har Bubbleroom uppnått sektorstarka bruttomarginaler (62% 2021). Som för alla branschbolag präglas bolagets egna varumärken av påtagligt högre marginaler, och vi förväntar oss en fortsatt förstärkt bruttomarginal i takt med andelen egna varumärken stärks.

Bubbleroom har förutsättningar att stärka lönsamheten under en fortsatt expansion. Under sommaren 2022 kommer bolaget ha ett nytt, automatiserat lager färdigt. Lagret är planerat för att kunna hantera ökad trafik, och samtidigt medföra besparingar relaterade till plock och pack, som för branschbolag är en betydande post. Bolaget uppskattar själva att lagret medför ca 4% på rörelseresultatet. Utöver det är hemsidan skalbar och kan hantera ökad trafik inför en internationell expansion. Bruttomarginalen, tillsammans med kostnadsbesparingarna och den generella skalbarheten i bolaget förväntas bidra till väsentligt förstärkt lönsamhet på sikt.



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumenttjänster | Sverige | 09 Mars 2022

Sammanfattning

Siktet inställt på Europa

Ett återöppningscase

Pandemin och påföljande restriktioner medföljde att klädhandeln i hela Europa blev starkt påverkad. Effekterna varierade bland subsegment inom branschen, men festkläder, som utgör en betydande andel av Bubblerooms försäljning, drabbades särskilt hårt. Under 2022 har vi noterat en återkomst av evenemang och sociala tillställningar, och givet den utveckling vi noterat i inledningen av 2022 bedömer vi att subsegmentet festkläder kommer att göra en sektorhög återhämtning under 2022. I synnerhet är första halvan av varje år präglad av tillställningar där Bubblerooms kläder används.

Bolagsprofil

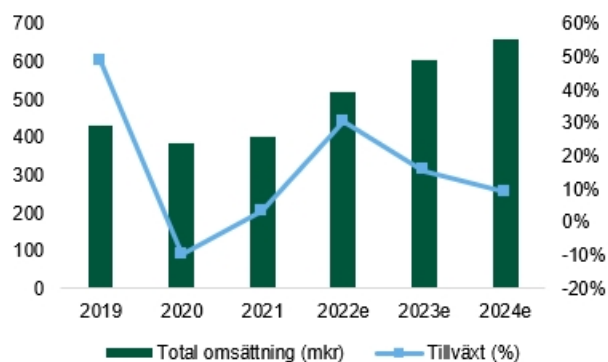
Bubbleroom designar, tillverkar och säljer kläder skor och accessoarer inom det nischade segmentet affordable luxury. Försäljningen är onlinebaserad B2C, via hemsidan Bubbleroom i Norden samt via marknadsplatser (i dagsläget Zalando som är lanserad i fyra marknader). Kundbasen utgörs av kvinnor i åldern 18-55. Bolaget har en stark historik av tillväxt i de nordiska marknaderna, och är nu inriktade på en bred Europaexpansion. Bolaget grundades 2005 och har huvudkontor i Borås.

Värdering

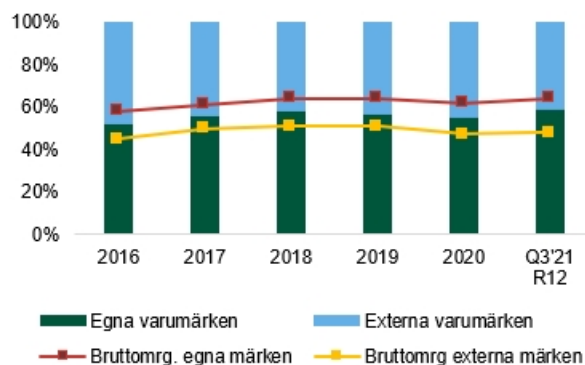
Vi värderar Bubbleroom med en multipelbaserad ansats som kombineras med en DCF-modell. Vi noterar att bolaget befinner sig i en expansionsfas där tillväxt prioriteras, och att lönsamheten är ett mer långsiktigt mål. Vi väljer dock att kombinera en försäljningsmultipel med en lönsamhetsmultipel. Båda multiplarna baseras på estimerade värden för 2024. Vi applicerar EV/EBIT om 12x för 2024, vilket är i linje med snittet för jämförelsebolagen. Jämförelsebolagen har i snitt EV/Sales om 1,4 (exkluderat Revolution Race, som har kraftigt högre marginaler). Vi applicerar EV/Sales om 1,2 för Bubblerooms omsättning 2024e. Det genomsnittliga värdet av vår DCF-modell, vår lönsamhets- och försäljningsmultipel ger ett motiverat värde om 40-42 kr per aktie. Se ytterligare detaljer i värderingssegmentet.

Bolaget i grafer

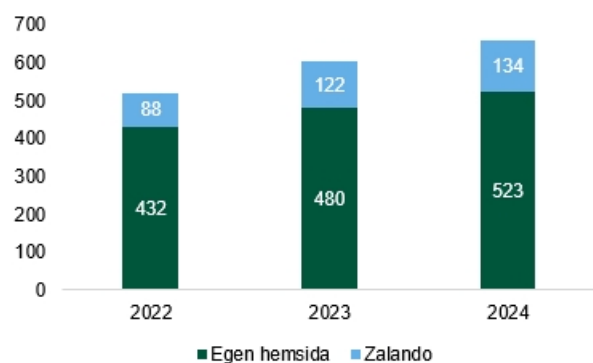
Omsättning 2019-2024e



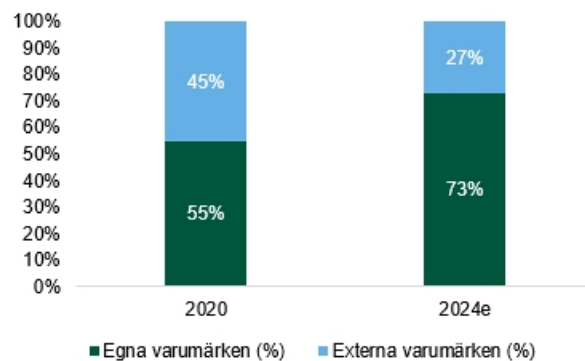
Försäljning och bruttomarginal 2016-2021



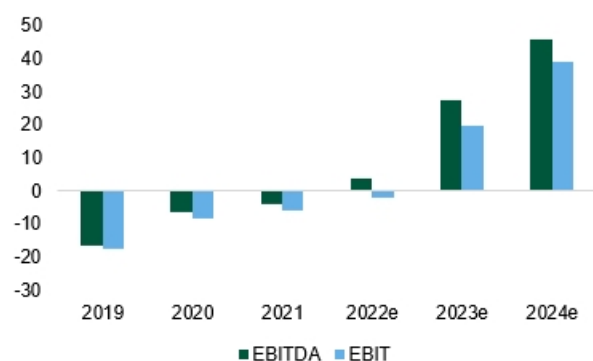
Försäljningsfördelning (EPB est)



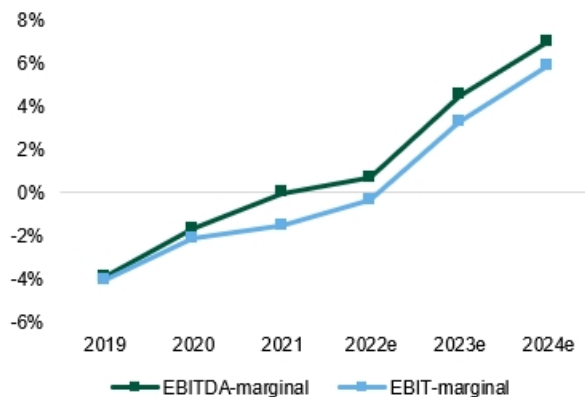
Försäljningsfördelning (EPB est)



EBITDA & EBIT 2019-2024 (EPB est)



Marginaler 2019-2024 (EPB est)



Källor: Bolagsrapporter, EPB estimat

Bolagsbeskrivning

Introduktion

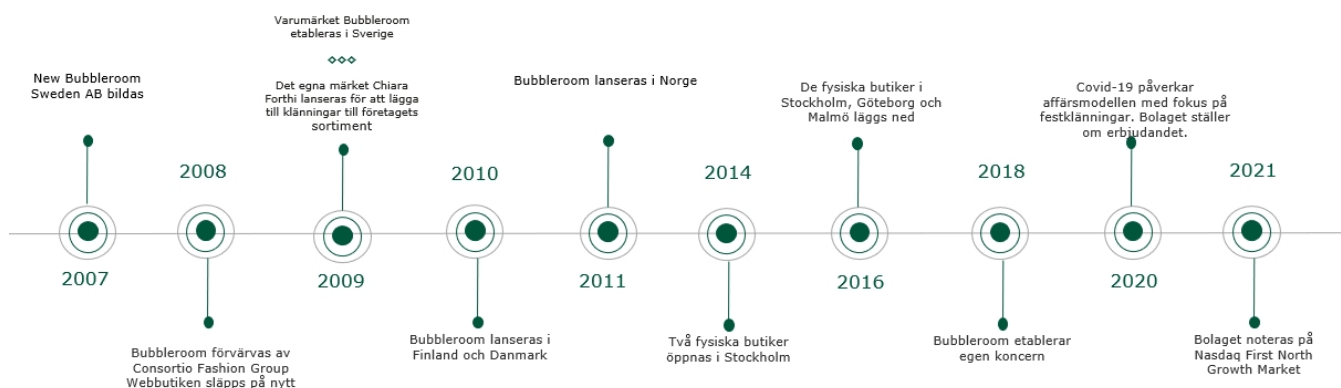
Bubbleroom är ett e-handelsbolag som säljer festmode och vardagskläder med huvudsakligt fokus mot kvinnor. Produktutbudet består av kläder, underkläder, skor och accessoarer som säljs genom egna samt externa varumärken. Försäljningen är uteslutande online, men bedrivs via den egna hemsidan Bubbleroom samt via externa plattformar, i dagsläget Zalando. Bubbleroom är närvarande på flera europeiska marknader, där Sverige är den största med 59% av försäljningen 2021. Övriga andelar delades mellan Finland, Norge och Danmark, men bolaget har nyligen lanserat sitt erbjudande Tyskland och Nederländerna där man säljer kläder via Zalando. Vi bedömer att Zalando kommer att utgöra ett verktyg för ytterligare expansion i Europa.

Bolaget beskriver sitt erbjudande som lyxigt, glamoröst och feminint mode, där produktutbudet består av både festkläder samt vardagskläder. Bubbleroom kategoriserar sina produkter som affordable luxury, vilket innebär varor med en lyxig prägel men som inte kostar som traditionella lyxartiklar. Utöver detta är produkterna designade för att inte följa specifika trender, vilket ger erbjudandet en karaktär av tidlöshet. För tillfället är Bubbleroom strategiska fokus bland annat att gå från ett multibrand-erbjudande (där man säljer flera olika varumärken) till ett läge där man säljer en dominerande andel produkter från egna varumärken.

Produkterna inom bolagets egna erbjudande designas både internt och med hjälp av temporära designersamarbeten. Historiskt har bolaget sålt kläder under flera varumärken, såsom Chiara Forthi, Happy Holly, BUBBLEROOM, 77th FLEA, Make Way och Moments New York, men sedan 2021 erbjuder bolaget alla produkter under det egna varumärket BUBBLEROOM. Under 2021 avslutade man även B2B-försäljningen, som stod för omkring 16 mkr 2020 eller 4% av omsättningen. Bolagets huvudsakliga kundgrupper är kvinnor i åldern 18-55 år. Pandemin påverkade bolaget kraftigt. Bolaget inledde 2020 med stark tillväxt, men i mars avtog försäljningen kraftigt till följd av inställda evenemang. Bolaget ställde då om till att erbjuda vardagskläder samt kläder i större storlekar.

Historik

Nedan sammanfattas tidslinjen för bolagets utveckling. Bubbleroom grundades 2007 och lanserade varumärket Bubbleroom i Sverige 2009. Det egna varumärket Chiara Forthi medför att bolagets erbjudande inkluderar klänningar från 2009. 2010 lanserar bolaget i Danmark och Finland, och 2011 lanserar man i Norge. 2013 genomför man en omorganisation och centraliserar verksamheten. Samma år lanserar man de egna varumärkena Make Way och Happy Holly. 2014 öppnar bolaget två fysiska butiker i Stockholm.



2015 tillträder VD Ville Kangasmuuko. Som ny VD lanserar han en strategi som inriktar fokuset på festmode för kvinnor. Samma år stänger man sina butiker i Stockholm, Göteborg och Malmö. 2017 redovisar bolaget en kraftig tillväxt och växer 50% y/y med lönsamhet. 2018 lanserar Bubbleroom en egen koncern, och sedan 2019 sköts alla

funktioner internt. 2021 lanserar bolaget på Zalandos marknadsplats. Sedan november 2021 är bolaget listat på First North.

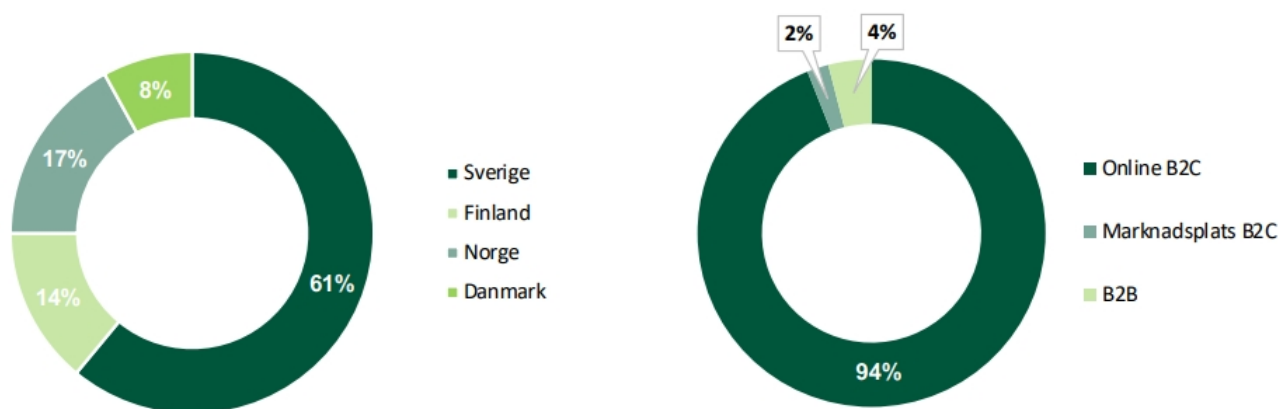
Under pandemin i inledningen av 2020 införs ett stort antal restriktioner som begränsar sammankomster och sociala evenemang i samtliga Nordiska marknader. Detta medför att försäljningen drabbas hårt, i synnerhet då Bubblerooms försäljning i inledningen av 2020 till stor del bestod av festkläder.

Erbjudande och affärsmodell

Bubbleroom säljer kläder för vardag och festtillställningar via den egna hemsidan Bubbleroom samt via externa marknadsplatser. Bubbleroom erbjuder egna och externa varumärken, med en tydlig målsättning att öka andelen egna varumärken. Från att historiskt använt en omnikanal-strategi, är Bubblerooms fokus sedan 2020 att bli en direct-to-consumer-aktör (B2C). Under Q3'21 bestod omsättningen av 94% onlineförsäljning B2C, 2% marknadsplatsförsäljning B2C och 4% B2B. Bolaget erbjuder ett stort antal externa varumärken via hemsidan. Under 2020 utgjorde de egna varumärkena 55 % av försäljningen. Till externa varumärken på bolagets hemsida hör GANT, Marc Jacobs, Hollies, Michael Kors och Levi's.

Bubbleroom har resurser inom bolaget som ansvarar för design av produkterna. Tillverkning, inköp av material, transport (både fabrik till lager och lager till konsument) och distribution sker via externa samarbetspartners. Bubbleroom äger den egna plattformen Bubbleroom och sköter internt bland annat marknadsföring, fotografering och orderhantering. Bubbleroom har offentliggjort att man planerar att driftsätta ett helautomatiserat lagerhållningssystem under sommaren 2022, som planeras medföra väsentligt minskade kostnader.

Omsättningsfördelning



Källa: Bubbleroom

Bubbleroom har identifierat fyra punkter som utgör bolagets huvudsakliga strategiska fokus.

1. Fokus på erbjudandet. Bubbleroom har som strategisk ambition att gå från en marknadsplats som har försäljning som är jämnt fördelad mellan olika externa varumärken, till en marknadsplats som huvudsakligen säljer egna produkter B2C. Sedan den strategiska omställningen 2016 har bolaget gått mot en mer B2C-orienterad försäljning, smalnät av det egna erbjudandet till en kärna av egna varumärken, och adderat försäljning via marknadsplatsen Zalando som i dagsläget är aktivt på fyra marknader.

Detta strategiska fokus medför högre marginaler. Under 2020 hade egna varumärken en bruttomarginal om 62% relativt 47% som var bruttomarginalen för externa varumärken. Marginalskillnaden kommer dels av en högre produktmarginal, men även övriga kostnader förenade med att hantera externa varumärken. Generellt redovisar modebolag med egna varumärken högre bruttomarginaler, samtidigt som kunder generellt är återkommande i högre utsträckning.

2. Större andel databaserat beslutsfattande och en mer automatiserad process. E-handlare analyserar kontinuerligt användardata för att fatta beslut om aspekter gällande exempelvis marknadsföring, priskampanjer, utcheckningslösningar, fraktkostnader, logistikhantering samt prissättning och hur den varierar mellan exempelvis marknader. Bubbleroom har arbetat aktivt med att fatta mer databaserade beslut relaterade till dessa faktorer. För att effektivisera säljprocessen kommer bolaget under sommaren 2022 färdigställa ett automatiserat lager i Borås.

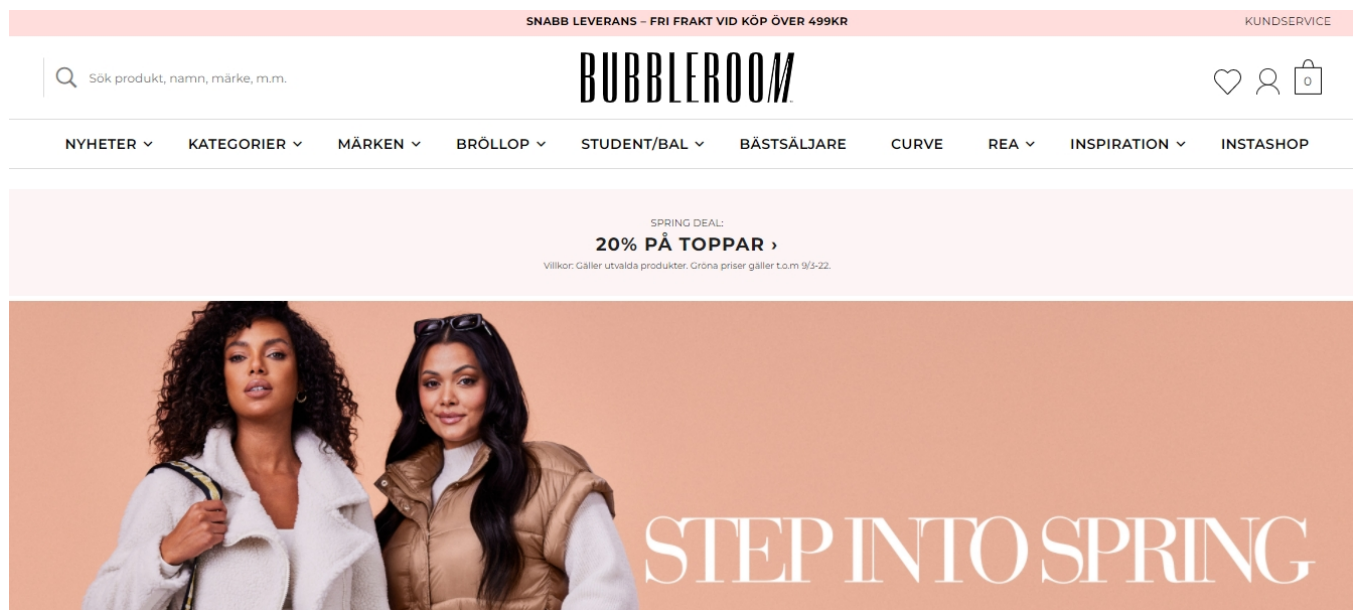
Generella fördelar med ett automatiserat lager är snabbare flöden, kortare leveranstider, lägre personalkostnader, lokalkostnader samt generellt ett lager som är redo för snabbare uppskalning.

3. Hållbarhet. Bubbleroom ska tillhandahålla hållbara produkter. Bolaget ska på sikt ställa om till en produktion där en större andel kommer från Europa, jämfört med Asien där majoriteten idag är förlagd. Utöver detta arbetar man med att minska överskottslagret samt reducera returgraderna. Bolaget följer kontinuerligt upp leverantörer för att säkerställa att de förhåller sig till rådande lagstiftning avseende exempelvis nyttjande av kemikalier.

4. Fortsatt tillväxt geografiskt. Bubbleroom har sedan mer än 10 år tillbaka varit aktiv även i Norge, Finland och Danmark. Nu står bolaget inför en geografisk expansion som ska ske i två steg. Först ska bolaget lansera erbjudandet via Zalandos plattformsförsäljning. Därefter ska man nyttja data kring bland annat kundpreferenser, kundanskaffningskostnader (marknadsföring) och returprocent, för att fatta beslut kring potentiell fullansering av den egna hemsidan på respektive marknad. Lanseringen baseras därmed mycket på marknadsplatsen Zalando. I dagsläget säljer Bubbleroom via Zalando på fyra marknader och har planerad lansering på sex marknader 2022.

Zalando har likt andra digitala marknadsplatser tagit stora andelar i Europa under pandemin. Zalando möjliggör för tredjepartsaktörer att sälja via bolagets plattform. Ca 20-30% av Zalandos omsättning kommer från det som kallas marketplace, vilket är tredjepartsaktörer. För tredjepartsaktörer medför marknadsplatser flera fördelar, inklusive begränsad eller ingen upfront-investering, samtidigt som Zalando betalar för kundanskaffningen (marknadsföring). För detta tar Zalando en del av marginalen för den säljare som nyttjar plattformen.

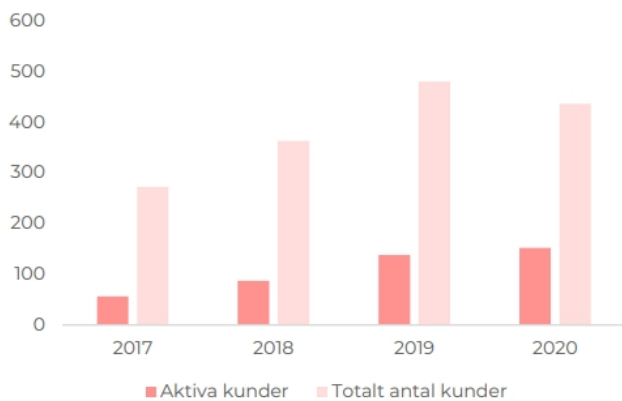
Nedan syns startsidan för bolagets svenska onlineplattform Bubbleroom.se.



Kundsegmentering

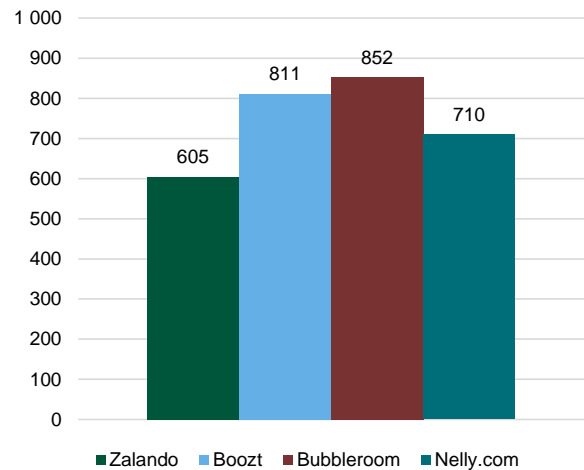
Nedan sammanfattas kunddata för bolaget. Aktiva kunder definieras som kunder som gjort minst ett köp de senaste 12 månaderna samt ett köp de senaste 13-24 månaderna. Återvunna kunder är kunder som gjort ett köp senaste året, samt ett köp inom 15-36 månader sedan, men inte de senaste 13-24 månaderna. Nya kunder har endast gjort minst ett köp senaste 12 månaderna. I graferna nedan återges även genomsnittlig orderstorlek för BubbleRoom, Zalando, Boozt och Nelly. BubbleRoom redovisar en kundkorg med högst värde.

Aktiva kunder och totalt antal kunder (000)



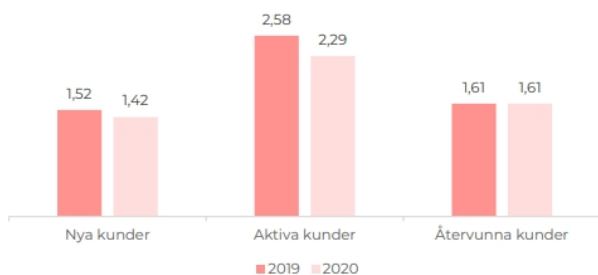
Källa: BubbleRoom prospekt 2021

Orderstorlek, genomsnitt (SEK)



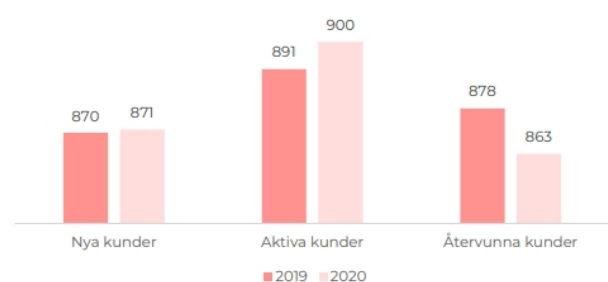
Källa: Yotpo, Bolagsrapporter

Antal order per kund och år



Källa: BubbleRoom prospekt 2021

Genomsnittskorg (SEK)

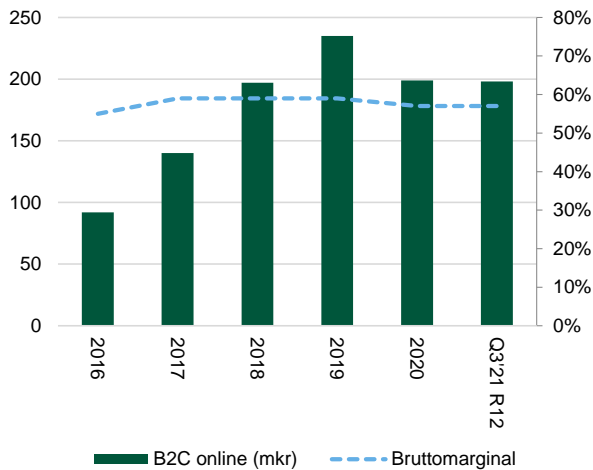


Källa: BubbleRoom prospekt 2021

Försäljning per marknad

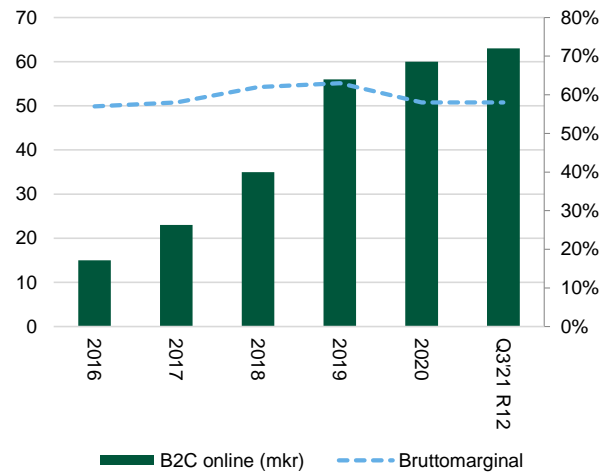
Bubblerooms största marknad är Sverige. Under 2020 bedrevs försäljningen i Sverige, Finland, Norge och Danmark. Sedan den första lanseringen via Zalando's marknadsplats i juli 2021 har bolaget lanserat sig via marknadsplatsen på 4 marknader, Sverige, Danmark, Tyskland och Nederländerna.

Sverige: B2C online och bruttomarginal



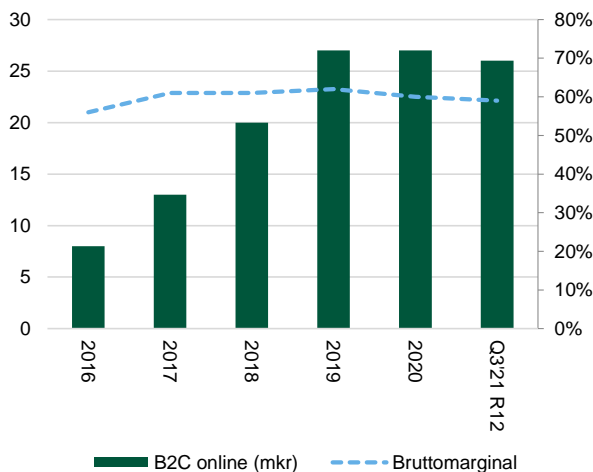
Källa: Bolaget

Norge: B2C online och bruttomarginal



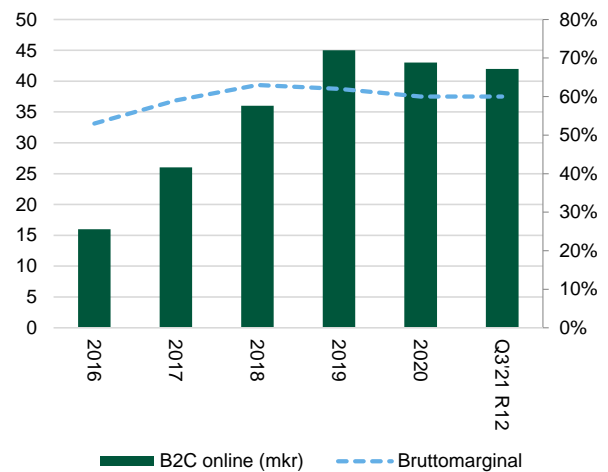
Källa: Bolaget

Danmark: B2C online och bruttomarginal



Källa: Bolaget

Finland: B2C online och bruttomarginal



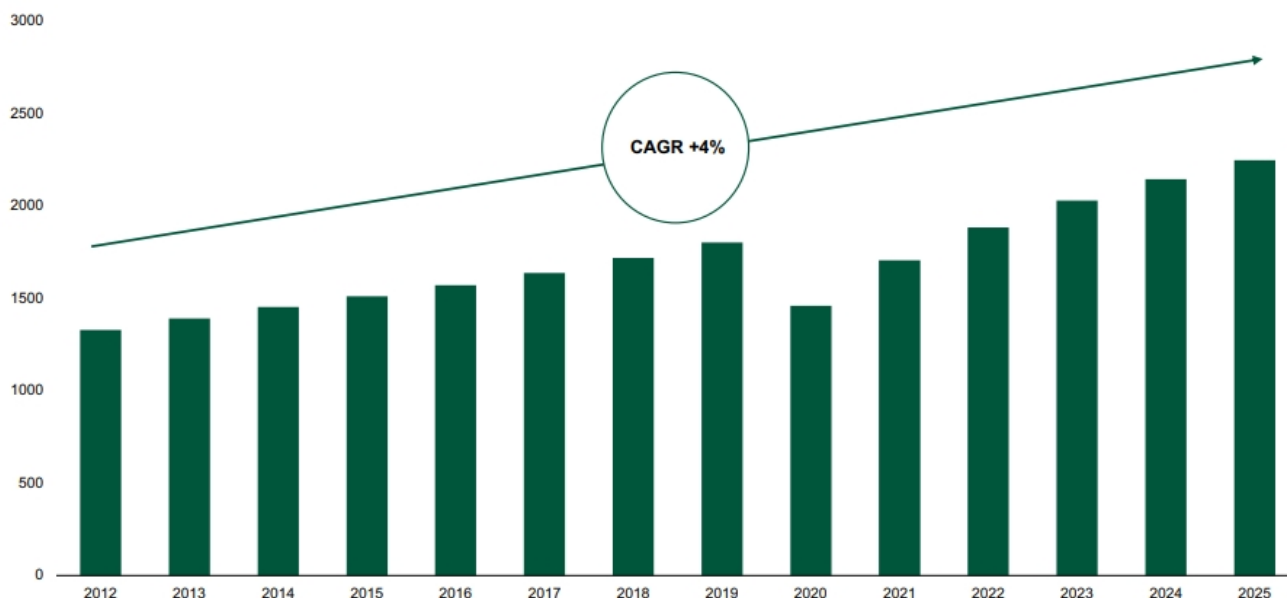
Källa: Bolaget

Marknadsanalys

Denna analys kommer att sammanfatta utvecklingen för utvalda delar av klädesmarknaden. Först sammanfattar vi den övergripande marknadsutvecklingen, därefter kollar vi på den stora konverteringen från fysisk till digital handel, samt på hur den övergången påverkat klädbranschen. Vi bryter därefter ned onlinehandeln för att hitta lönsamhetsskillnader som bl.a. förklaras av bolagens produktbjudande.

Klädmarknaden Europa

Den totala klädmarknaden i Europa har växt 4,5 % CAGR 2012 - 2019. Under 2020 minskade försäljningen med 19 % och förvänta visa en återhämtning under tvåårsperioden 2021-2022. Den långsiktiga tillväxttakten förväntas vara 4 % CAGR under perioden 2012 - 2025e.

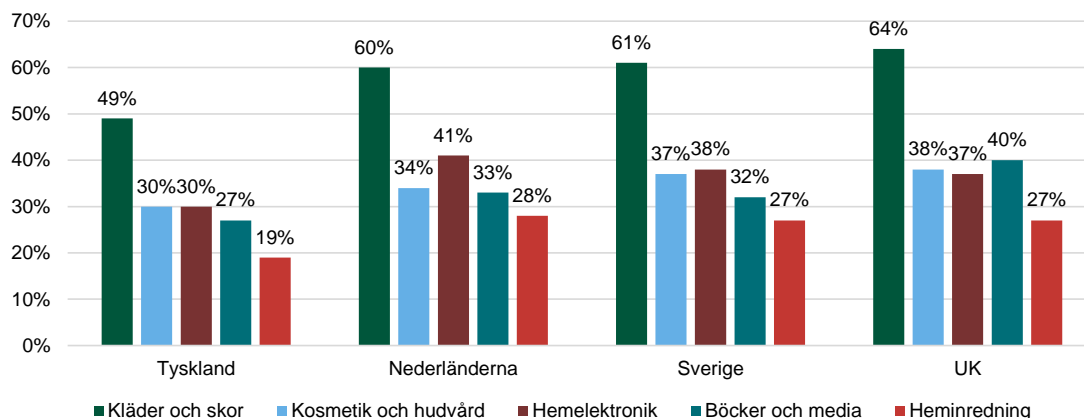


Källa: Statista

Onlinekonvertering har gynnat klädhandel

Klädhandeln är en av de branschen som gynnats mest av online-omställningen. Nedan visas andelen av online-handlande konsumenter som köpt produkter inom specifika kategorier. Diagrammet sammanställer data för utvalda produktkategorier och utvalda europeiska marknader. Kläder och skor är den kategori som praktiskt taget dominerar i Europa. Tendensen där kläder och skor är på plats 1-2 bland onlinekategorier syns även i andra stora europeiska marknader, såsom Norge, Finland, Italien och Frankrike.

Andel av digitala konsumenter som handlat i specifika kategorier (2020)

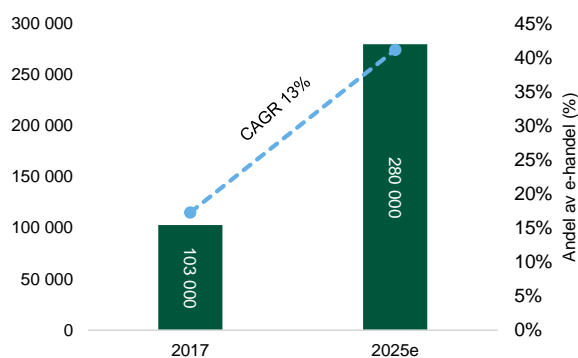


Källa: E-commerce in europe 2021, EPB est

Online förväntas fortsätta växa

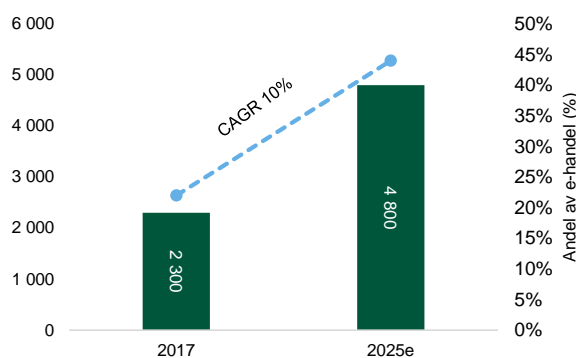
Den starka tillväxten 2020 för onlinebaserad klädhandel drevs på av pandemin. Däremot växte marknaden redan innan pandemin, då konverteringen från fysiska butiker till online pågått länge drivet av god internetadoption och välutvecklad infrastruktur i Europa. Tillväxten i onlinebaserad klädhandel förväntas fortsätta (Statista). Nedan sammanfattas utvecklingen av den totala klädhandeln i Europa 2017 - 2025e. Den genomsnittliga tillväxten för onlinebaserad försäljning förväntas uppgå till 11 % 2017 - 2025.

Klädhandel online Europa 2017-2025e



Källa: Statista

Klädhandel online Sverige 2017-2025e



Källa: Statista

Onlinehandel i Sverige

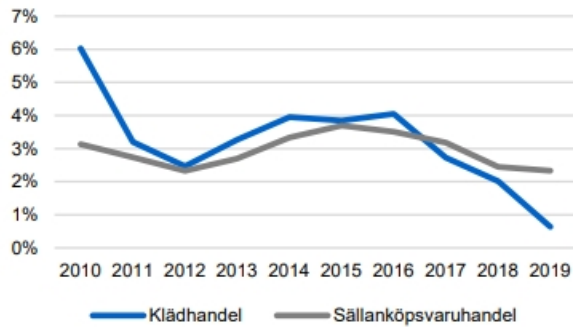
Marknaden i Sverige har historiskt redovisat stark tillväxt, som under 2020 påskyndats av pandemin. Den höga tillväxten sedan 2014 om CAGR 12 % är stark i relation till klädbranschens tillväxt som helhet. Tillväxten drivs av de underliggande faktorerna såsom välutvecklad digital infrastruktur, hög internetadaption eller förhindrade butiksbesök.

Klädhandelns tillväxt online har påverkat marginalerna

Nedan sammanfattas rörelsemarginalen i svensk handel 2010-2019. Från att ha en kraftigt högre lönsamhet relativt sällanköp har klädhandeln sett en minskad lönsamhet och var under 2019 ca 2% lägre än sällanköpsvaruhandeln. Den kraftiga marginalminskningen sammanfaller i Sverige med att lönekostnaderna ökat i branschen (Svensk Handel).

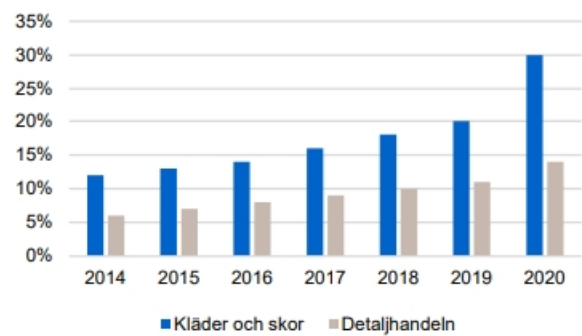
Vi noterar dock att det finns stora individuella skillnader i operativ lönsamhet mellan aktörer, beroende på faktorer såsom varumärkesaktörer relativt rena återförsäljare, samt intäktsfördelningen mellan online och fysisk handel. Andelen onlinebaserad försäljning i klädhandeln har stärkts kraftigare än detaljhandeln i stort. Vi fördjupar oss i skillnader mellan försäljningskanaler och position i värdekedjan längre ned.

Rörelsemarginal i klädhandel och sällanköp, Sverige 2010-2019



Källa: Svensk Handel

Försäljningsandel online, klädhandel och sällanköp, Sverige 2010-2019

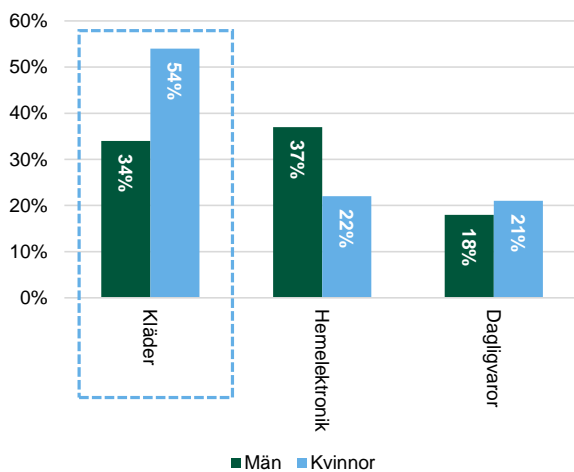


Källa: Svensk Handel

Marknad: övrigt

Bubblerooms produktutbud är inriktat mot feminint mode. Det finns skillnader i handelsmönster mellan kvinnor och män, och statistik för Sverige visar att kvinnor i större utsträckning handlar kläder online. Bland de som handlar online, svarar 54 % av kvinnor att de köpt kläder senaste 30 dagarna, en siffra som är 34 % för män.

Könsfördelning, onlinehandel (%)



Källa: E-barometern 2020

Marknadspositionering - differentiering

Nedan återges hur Bubble room själva placerar sig relativt konkurrenter avseende pris- och designprofil. Tabellen under återger även den uppskattade andelen av försäljning som är egna varumärken. Att undvika starkt konkurrensutsatt nischer är centralt för företag i klädbranschen, och att framgångsrikt hitta en ny nisch kan bidra med stark tillväxt, vilket exempelvis kan illustreras av andra klädföretag såsom Revolution Race som framgångsrikt lanserat friluftskläder med nischad design och prisprofil. Vi anser att även om Bubble rooms nisch inte är helt fri från konkurrens, är den tillräcklig för att bidra med stark tillväxt framöver.

Segmentering, utvalda bolag (Bubble room est)

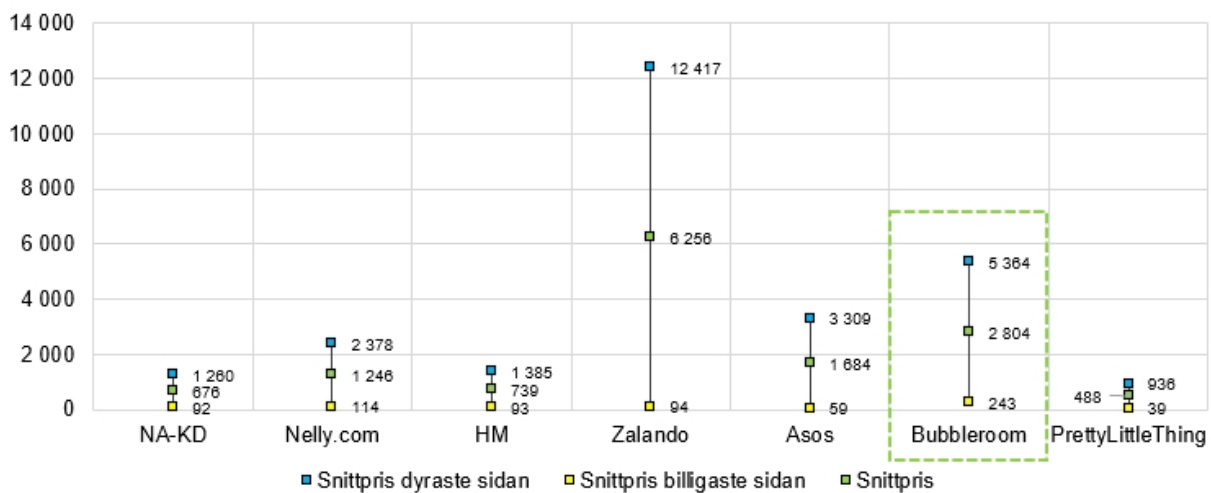


Källa: Bubble room

Prisdata understryker nischad positionering

Nedan sammanfattar vi insamlad data kring prissättning för kategorin festklänningar för stora svenska aktörer. Vi har samlat in tre datapunkter avseende snittpriser för respektive plattform - snittpriset för sidan med dyrast produkter, billigast produkter, samt snittpris överlag, när utbudet sorteras per pris. Normalt utgör en sida ca 3-5 % av totalt utbud. Datan återger att Bubbleroom är i ett mellansegment sett till prissättning, och har ett dyrare snittpris än samtliga aktörer utom Zalando, samtidigt som lägsta priset är högre än lägsta priset hos övriga aktörer. Datan understryker att Bubbleroom prismässigt nischat sig i ett mellansegment.

Prissegmentering onlinebaserade modebolag



Källa: Bolagens hemsidor, EPB

Marknader

Nedan sammanfattas data för Europeiska marknader, som Bubbleroom lyft fram som potentiella nya marknader. Bubbleroom har idag egen hemsida i Sverige, Norge, Danmark och Finland, och Marketplace-aktivitet i Sverige, Danmark, Tyskland och Nederländerna. För 2022 är lansering planerad i Norge, Finland, Polen, Belgien, Frankrike och Italien.

Vi har även sammanställt värdet av de respektive marknaderna, vilket definieras som population i åldern 20-55 multiplicerat med Zalando GMV (snittorder per kund och år). Dessutom återger tabellen UNCTAD e-commerce infrastructure index, ett index sammanställt av FN-enheten UNCTAD. Indexet sammanställer ett samlat värde om 1-100 som återspeglar samlade faktorer såsom internetinfrastruktur, post- och fraktlösningar, samt allmän adaptation av internethandel för respektive marknad.

Frankrike och Belgien är planerade lanseringar under 2022 som kombinerar stor adresserbar marknad med hög e-handelsvänlighet. Polen och Italien är dessutom stora marknader sett till TAM. Norge och Finland har stark e-handelsvänlighet. Zalando är aktiva på samtliga marknader nedan, vilket möjliggör för framtida lansering av Bubblerooms produkter via Zalando Marketplace på samtliga marknader.

Bubbleroom: adresserbar marknad Europa

Zalando marknader	Bubbleroom webplats	Marketplace	Marketplace planerad 2022	Marketplace lanseringsår	Pop. (M)	Population ålder 20- 55 (2020, M)	Zalando GMV (EUR)	TAM (EUR m)	UNCTAD e- commerce infrastructure index
Sverige	x	x		2021	10,3	5,0	277	1 373	91
Norge	x		x	2022e	5,4	2,6	277	715	93
Finland	x		x	2022e	5,5	2,7	277	735	93
Danmark	x	x			5,8	2,8	277	775	95
Estland					1,3	0,6	277	177	91
Lettland					2,8	1,3	277	372	78
Litauen					2,8	1,3	277	372	83
Polen			x	2022e	38,0	18,2	277	5 045	82
Tyskland		x		2021	83,2	40,0	277	11 066	93
Nederländerna		x		2021	17,4	8,4	277	2 313	96
Belgien			x	2022e	11,6	5,5	277	1 537	87
Luxemburg					0,6	0,3	277	84	78
Frankrike			x	2022e	67,4	32,3	277	8 959	90
Tjeckien					10,7	5,1	277	1 422	86
Slovenien					2,1	1,0	277	279	79
Ungern					9,8	4,7	277	1 296	81
Österrike					8,9	4,3	277	1 186	89
Spanien					47,4	22,8	277	6 301	85
Storbritannien					64,6	31,0	277	8 588	94
Italien			x	2022e	59,5	28,6	277	7 910	82
Irland					5,0	2,4	277	665	93
Slovakien					5,5	2,6	277	726	86
Schweiz					8,6	4,1	277	1 149	96

Källa: Eurostat, Zalando.se, EPB

väMarknadssegment: Egna varumärken och återförsäljare

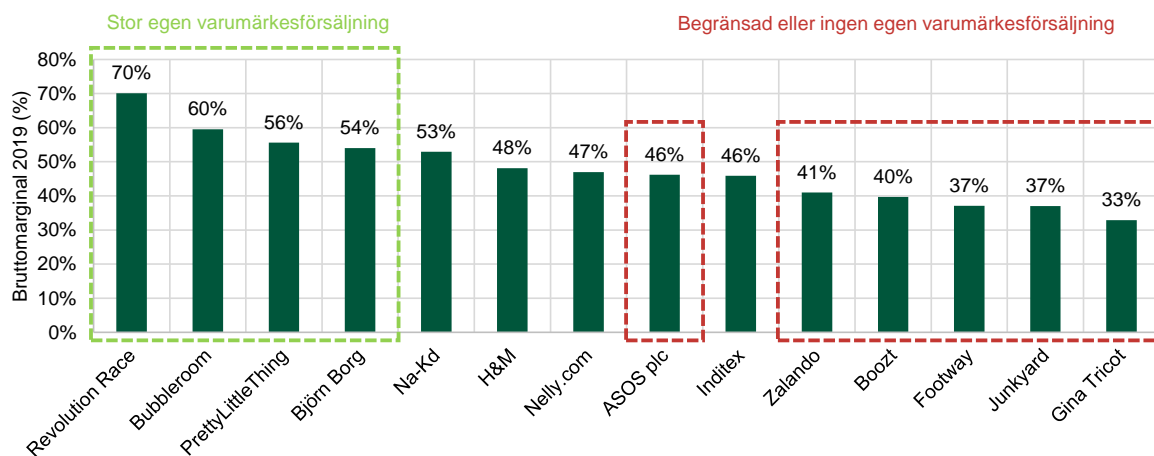
Egna varumärken skapar värden

Även om lönsamheten har avtagit för branschen generellt (i Sverige), förekommer det inom branschen stora inbördes lönsamhetsskillnader. Ett tydligt mönster finns där bolag med egna varumärken som man äger och som utgör en stor andel av försäljningen, har en högre bruttomarginal. Förklaringen av detta är högre produktmarginaler eftersom det normalt finns en större prissättningsförmåga i ett varumärke, samtidigt som ett eget varumärke som säljs på en egen plattform gör distributionsledet kortare. Detta lägger grund för en högre lönsamhet på brutto- och rörelsenivå.

Nedan återges bruttomarginaler för 2019 för utvalda svenska och utländska klädhandlare. Vi använder 2019 som referensår för ett år opåverkat av pandemi och logistikproblem. Urvalet är både återförsäljare och rena varumärkesbolag, försäljare av specifika klädesprodukter samt breda produktkategorier, samt blandningar mellan dessa. De tre bolagen med lägst bruttomarginal är i stor utsträckning rena återförsäljare (ingen till obefintlig försäljning av egna varumärken). Bubbleroom hade 2019 57% av försäljningen från egna produkter, och tillsammans med Revolution Race och Björn Borg, som säljer uteslutande egna produkter, tillhör man bolagen med högst bruttomarginal.

Utöver varumärkesaspekten är kanalmixen viktig, och fördelningen mellan butiksbaserad och digital försäljning. Noterbart är dock att det i urvalet endast är HM, Inditex och Gina Tricot som har en väsentlig andel försäljning från butiker. Även om andra faktorer, såsom stordriftsfördelar i inköp och logistik, kan förklara delar av marginalskillnaderna, är det tydligt att varumärkesförsäljning medför högre marginaler.

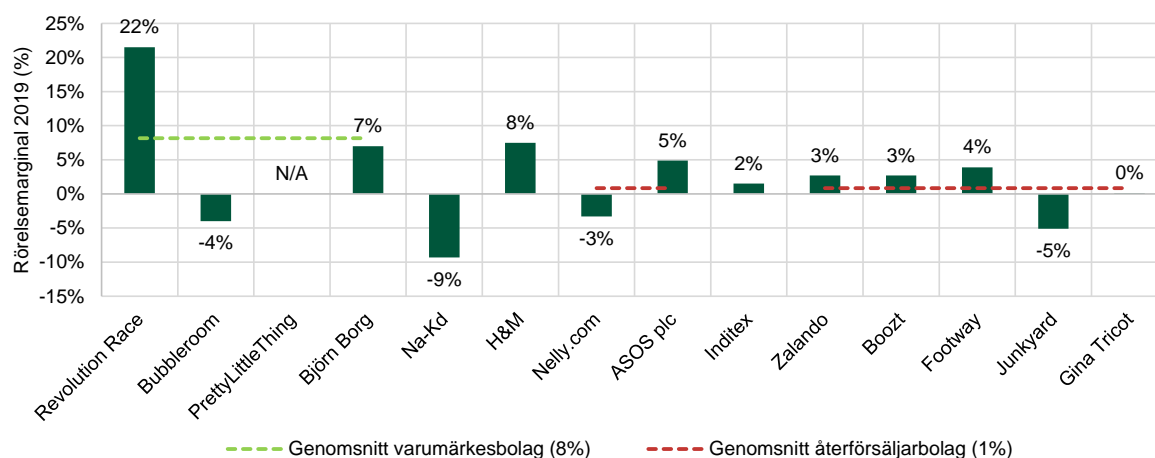
Bruttomarginaler (%)



Källa: Factset, EPB

Längre ned i resultaträkningen styrs operativ lönsamhet av bl.a. marknadsföring och personalkostnader som är stora kostnadsposter för branschbolag. Nedan sammanfattas rörelsemarginalen för samma bolag som ovan. Starka bruttomarginaler återspeglas även i högre operativ lönsamhet, då snittet för varumärkesbolag är 8% samtidigt som återförsäljare i snitt har en rörelsemarginal om 1%.

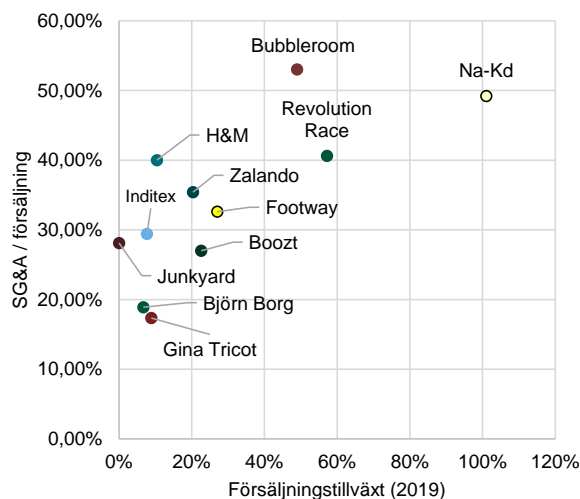
EBIT-marginaler %



Källa: Factset, EPB

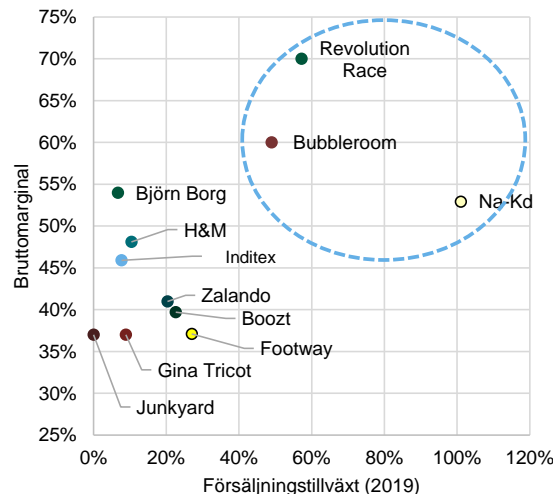
Nedan sammanfattas försäljningskostnader, bruttomarginal och tillväxt för 2019 för utvalda bolag. 2019 blir referensår för att återspegla situationen innan pandemi-effekter på tillväxt och marginaler. Bolagen inkluderar även bolag utan varumärken, som klassificeras som rena återförsäljare. Bland bolag med hög bruttomarginal och tillväxt hör Bubble room, Na-Kd och Revolution Race. Dessa bolag växer dock med en kombination av höga försäljningskostnader, vilket antyder att marknadsföring är en drivare av tillväxt.

Försäljning & SG&A



Källa: Factset, EPB

Tillväxt och bruttomarginal



Källa: Factset, EPB

Värde drivare

Tillväxt: Zalando och marknadsplatser

Bubbleroom bedriver idag försäljning via Zalandos marknadsplats på fyra marknader - Sverige, Danmark, Tyskland och Nederländerna. Dessutom har man planerat lansering på sex nya marknader under 2022. Bubblerooms försäljning via Zalando innebär i dagsläget att Bubbleroom själva ansvarar för lagerföring, prissättning och paketering. Zalandoplattformen bidrar därmed främst med att driva trafik, och Bubbleroom betalar därmed inte för marknadsföringen. Zalando tar en andel av marginalen för all försäljning som bedrivs via deras marknadsplattform. Nedan har vi listat relevanta aspekter för försäljningen via Zalandos plattform.

- Zalando driver trafiken. Försäljning via Zalandos marknadsplats innebär att Zalando betalar för marknadsföringen och driver trafik till sidan, och vi bedömer att avgiften Zalando tar kan motsvara vad Bubbleroom lägger på marknadsföring för den egna sidan.
- Zalandos plattform bidrar med marknadsföring. Bubbleroom och deras egna varumärken får även marknadsföring genom exponeringen som Zalandos kanaler medför.
- Full kontroll över prissättning och kampanjer. Zalandoförsäljningen är uteslutande B2C, vilket ger Bubbleroom bibehållen kontroll över prissättning och eventuella kampanjer. Detta medför att man kontrollerar exempelvis snittrabatter, som är viktigt för att bibehålla värdet i varumärket.
- Zalando bistår med kunddata för framtida expansion. Zalando delar med sig av data avseende kundreturer, bruttomarginaler, kundpreferenser och förvärvskostnader (marknadsföring). Denna kunddata är värdefull och central för framtida fullskaliga lanseringar av Bubblerooms hemsida på respektive marknad.

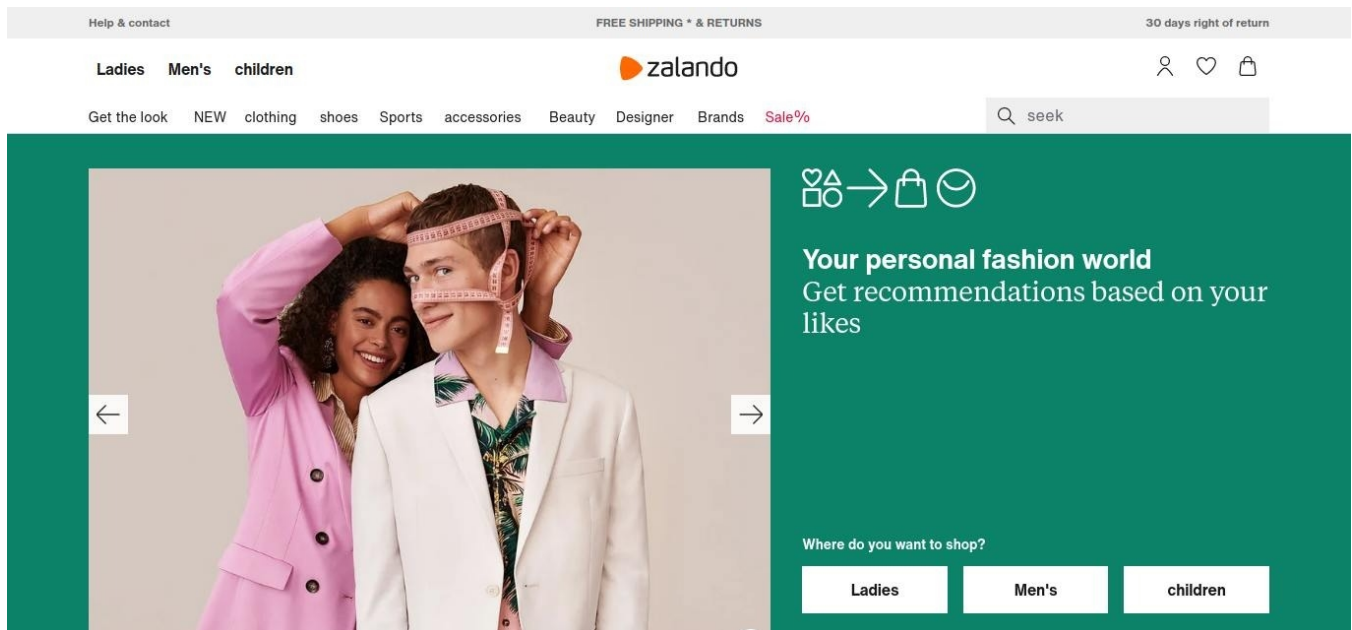
Zalando

Zalando är en marknadsledare bland Europas onlinebaserade klädhandlare. Bolaget driver ett ekosystem av försäljningskanaler med mer än 4 000 märken, 48 miljoner kunder på 23 marknader. 2021 omsatte bolaget EUR 10,4 mrd och bolaget har som avsikt att nå ca 10% marknadsandel av den europeiska klädmarknaden. Ca 20-30% av Zalandos omsättning genereras av marketplace-försäljning. Nedan sammanfattas några datapunkter för Zalando och Zalando marketplace.

Zalando & Zalando Marketplaces	
Antal kunder Zalando (m)	48
Aktiva Marknader	23
Genomsnittligt varukorgsvärde (SEK)	605
Omsättning CAGR 2014-2021 (%)	23%

Källa: Zalando

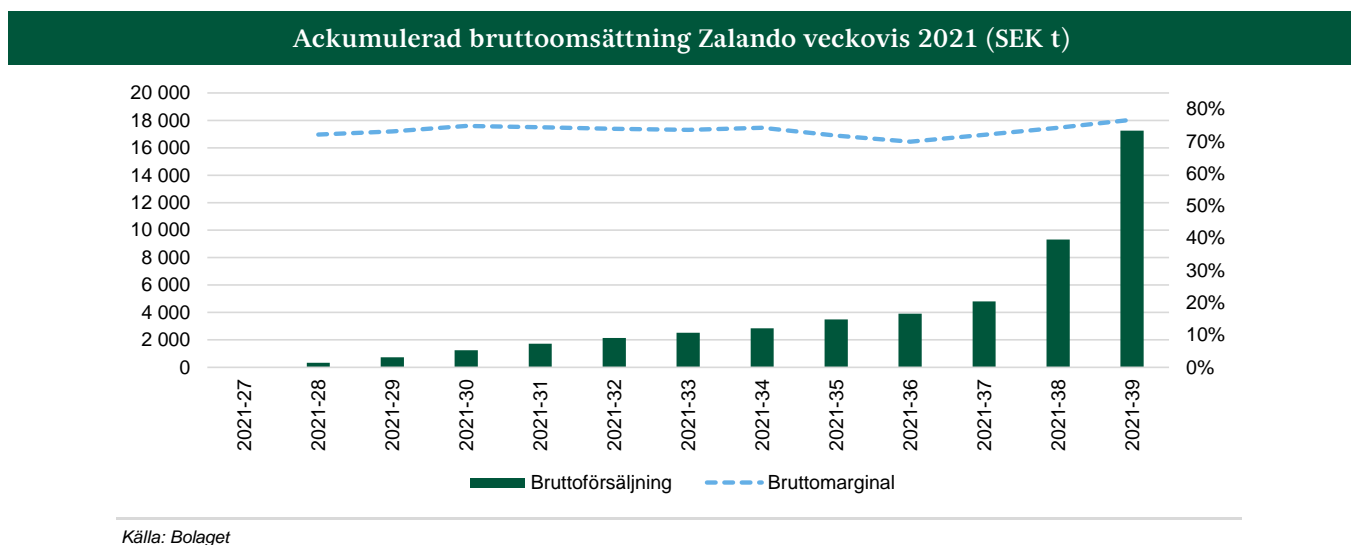
Zalandos marketplace möjliggör för tredjepartsaktörer att sälja via bolagets plattform. För att sälja via Zalandos marknadsplats måste en aktör även ha en egen hemsida, och tjänsten är därmed en B2C-lösning som går via Zalandos plattform. För tredjepartsaktörer medför marknadsplatser flera fördelar, inklusive begränsad eller ingen upfront-investering, samtidigt som Zalando betalar för kundanskaffningen (marknadsföring). För detta tar Zalando en del av marginalen för den säljare som nyttjar Zalandos kanaler. Nedan visas Zalandos hemsida.



ZFS - Zalando Fullfillment Service

Zalandos tjänst ZFS (Zalando Fullfillment Service) medför att ett bolag nyttjar Zalandos logistik, och därmed överläter lagerföring, paketering och leverans till Zalando. Vi noterar att denna lösning kan bli aktuell för Bubbleroom i framtiden, och skulle därmed möjliggöra kortare leveranstider eftersom produkterna lagerförs i små lokala europeiska lager.

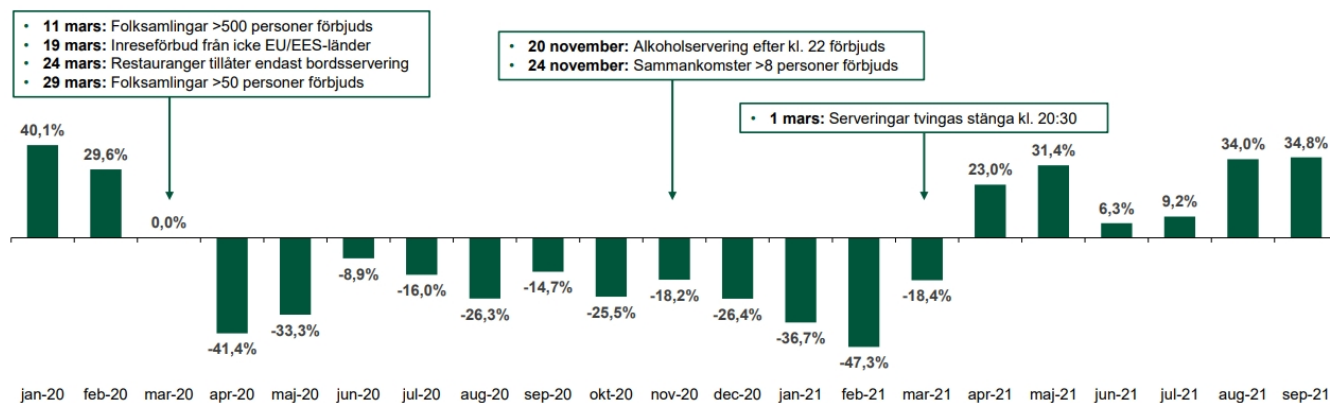
Nedan återges den ackumulerade omsättningen för Bubbleroom via Zalando under 2021. Noterbart är att Zalandoförsäljningen medfört mycket hög bruttomarginal (~75%). De höga marginalerna kommer av att försäljningen via Zalando har varit helt utan priskampanjer, samtidigt som efterfrågan varit mycket hög vilket möjliggjort prishöjningar under inledningen.



Tillväxt: Ett återöppningscase

Bubblerooms försäljning drabbades hårt av pandemin 2020. Nedan sammanfattas bolagets försäljningsutveckling månadsvis tillsammans med utvalda införda restriktioner på sammankomster i bolagets största marknad i Sverige. Noterbart är att bolagets produkterbjudande är mer inriktat mot sociala sammankomster än många andra delsegment inom klädbranschen, vilket medför att Bubbleroom drabbades hårt av begränsningar av sociala sammankomster. Vi bedömer att bolagets starka exponering mot festkläder gör att man kommer gynnas av att samhällen öppnas upp.

Restriktioner 2020-2021



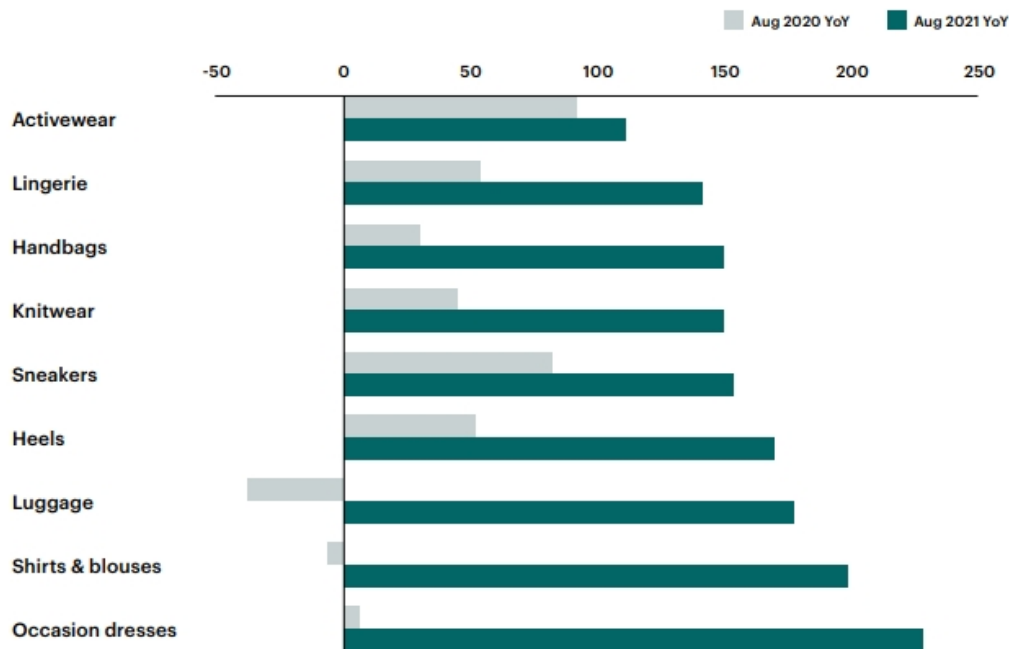
Källa: FHM, bolagsrapporter

Ytterligare indikationer på återkomst 2022: Återkomst för occasion wear

Pandemin medförde kraftig påverkan på försäljningen i hela klädbranschen. Bryter man ned marknaden går det att identifiera indikationer på skillnader mellan delsegment. McKinseys "State of Fashion 2022" (2021) ger indikationer kring hur mycket effekterna varierat, samt redovisar data som indikerar att det finns en uppdämd efterfrågan för det som kallas occasion wear - kläder som handlas för högtider eller särskilda sociala sammankomster. Nedan sammanfattas sidvisningar för olika kategorier på den onlinebaserade marknadsplatsen Lyst.com, och hur frekvensen utvecklats 2020-2021. Activewear, som länge lyfts fram som en relativt lågpåverkad klädeskategori, indikerar små skillnader mellan 2020 och 2021.

Istället är Occasion dresses den kategori som gjorde starkast återhämtning i samband med att restriktionerna lättade 2021. Detta indikerar att hindren för sociala sammankomster i samband med pandemin skapat en uppdämd efterfrågan på occasion wear. I samma rapport anger 37% av tillfrågade bransch-VD:ar i rapporten att de bedömer att kategorin kommer vara en av de tre kategorier som växer kraftigast även 2022.

Sidvisningar för olika kategorier, förändring YoY 2020 & 2021 (%)

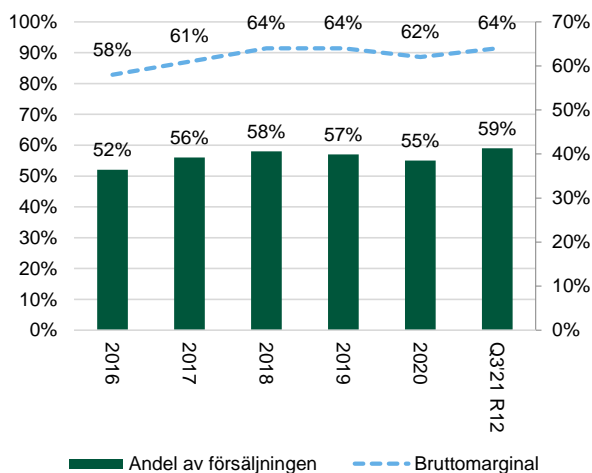


Källa: The state of fashion 2022 (McKinsey)

Värde drivare: Marginalförbättringar

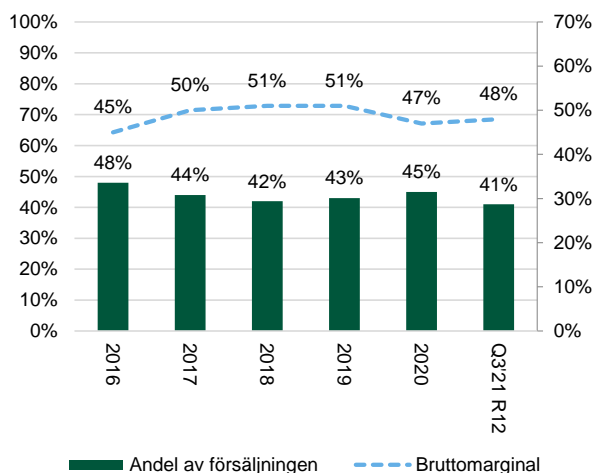
Bubbleroom kan driva värde genom att förbättra marginalerna. Marginalerna är i sin tur beroende av kanalmix, fördelning mellan egna och externa varumärken samt skalbarheten som kommer med tillväxten. Nedan återges hur bruttomarginalen skiljer sig mellan egna och externa varumärken ur en historisk kontext. I takt med att allt mer försäljning kommer från egna varumärken, stärks bruttomarginalen. En större andel via Zalando medför större andel egna varumärken, då bolaget endast säljer egna varumärken via Zalando. Detta medför att framgångsrik expansion kan stärka bruttomarginalen. Utöver detta har Zalando-försäljningen inledningsvis resulterat i en mycket stark bruttomarginal (~75%) vilket är positivt. Bolagets egna mål är en bruttomarginal för koncernen om 64%.

Egna varumärken: omsättning (% av total) och bruttomarginal (%)



Källa: Bolaget

Externa varumärken: omsättning (% av total) och bruttomarginal



Källa: Bolaget

Marginaler: Råvarupriser och distributionskedjor

Klädesbranschen har drabbats av pandemin och flera faktorer har påverkat branschen under 2020-2021. Bland annat fraktkostnader och kraftigt stigande råvarupriser har präglat branschen sedan pandemin bröt ut. Vi ser vissa indikationer på förbättring under inledningen av 2022, och bedömer att effekten för Bubbleroom på bruttomarginalen var ca 1 - 1,5 procentenheter 2021.

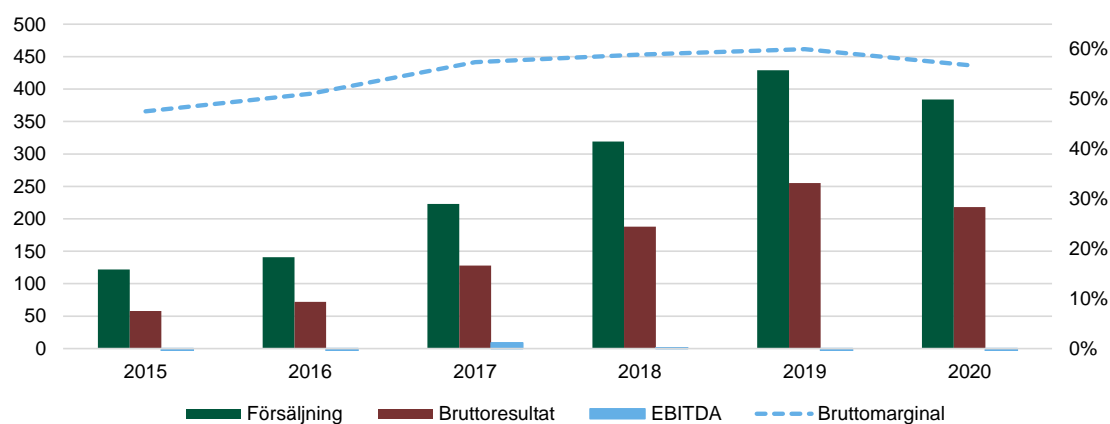
Marginalförbättring: Autostore

Bubbleroom ska under 2022 färdigställa ett nytt helautomatiserat lager. I dagsläget är leveranstiden inom Norden 1-3 dagar, och 2-5 dagar utanför. Lagret kommer medföra snabbare leveranstider och betydande besparingar för bolaget. Det nya lagret kommer kunna hantera ca 1 100 orderrader per timme, och besparingarna förväntas uppgå till ca 4% på EBIT-nivå, enligt Bubblerooms uppskattningar. Vi återkommer till Autostore under estimatsegmentet.

Finansiella mål

Bubblerooms finansiella mål är att omsättningen som genereras av bolagets egna produkter ska utgöra 80-85% av den totala omsättningen. Vidare har Bubbleroom en målsättning att uppnå en långsiktig årlig omsättningsökning om 35-30%. Bruttomarginalen ska långsiktigt uppnå en nivå om 64% och EBITDA-marginalen 8-10%. Nedan sammanfattas bolagets historiska utveckling. Försäljningen 2015 - 2019 växte med CAGR om 37%.

Finansiell utveckling 2015-2020



Källa: Bolaget

Estimat

Omsättning: Estimat återspeglar rådande expensionsplaner

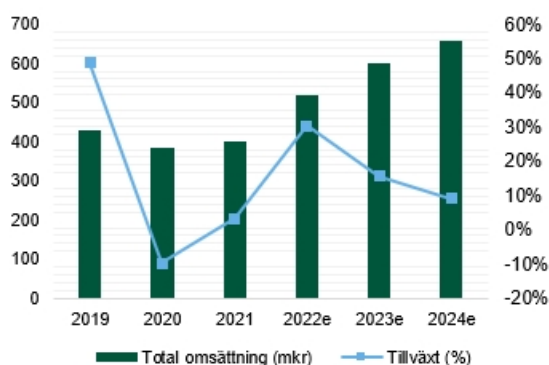
Utlandsexpansion är centralt för bolagets tillväxtmål. Vi noterar att bolaget framgångsrikt lanserat plattformen i Tyskland, och att affärsmodellen via Zalando minskar risken inför en egen fullskalig lansering. Bubbleroom har planerad lansering av försäljning via Zalando på sex nya marknader 2022, vilket totalt medför 10 marknader där man säljer via Zalandos Marketplace. Våra estimat baseras på befintlig Norden-verksamhet, samt de 10 Zalando-marknaderna. Vi bedömer att bolaget har många adresserbara marknader och att hemsidan kan lanseras och växa på olika marknader, men inkluderar hemsidelansering i våra estimat först efter att marknaderna utvärderats. Anledningen till att vi endast inkluderar nuvarande expensionsplaner i våra estimat är bolaget inte har ett lika långt trackrecord via Zalandoplattformen, samtidigt som det föreligger risker i lanseringar på nya marknader.

Vi bedömer att bolagets lansering på 6 nya marknader kommer under mitten av 2022, och ser särskild potential i Belgien och Frankrike. Tysklandslanseringen är en god referens för Zalandos potential, men Zalando har mycket starkt fäste i Tyskland och det blir svårt att uppnå samma tillväxt på andra marknader. Sammantaget bedömer vi att man i snitt kan sälja för ca 7,5 mkr per ny marknad under 2022, vilket är ca 50 % av vad man sålde för i Tyskland under första kvartalet. Under andra året efter lanseringsåret bedömer vi att Zalando-tillväxten uppgår till 20% för året efter lanseringsåret, samt 11% för år t+2.

Den egna verksamheten i Norden, där Bubbleroom har försäljning via den egna hemsidan på fyra marknader, drabbades hårt av pandemin. Vi ser en återkomst av sociala evenemang som kan gynna bolagets försäljning under 2022. Vi noterar att bolagets marknadsföringsinsatser tillsammans med bättre nyttjande av kunddata kommer driva tillväxten under vår prognosperiod. Sammanlagt räknar vi med 12% tillväxt under 2022, som avtar till 11% 2023 och 9% 2024. Nedan sammanfattas våra försäljningsestimat kommande år.

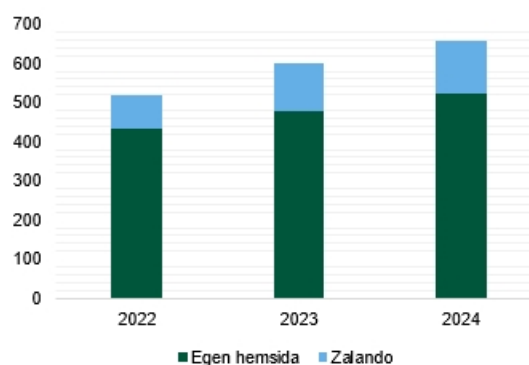
Våra estimat baseras därmed endast på bolagets nuvarande marknader, samt aktiva Zalandomarknader och planerade lanseringar för 2022. Detta medför att det finns ytterligare uppsida via ytterligare marknads-lanseringar via Zalando, samt fullskalig hemsidelansering. Zalando är aktiva på 23 marknader, och de flesta uppvisar goda förutsättningar för framtida lansering för Bubbleroom. Detta är därmed faktorer som potentiellt kan adderas i framtiden, och vi bedömer att det kan bli aktuellt 2023-2024.

Omsättning och tillväxt 2019-2024



Källa: EPB

Försäljningsfördelning 2022-2024



Källa: EPB

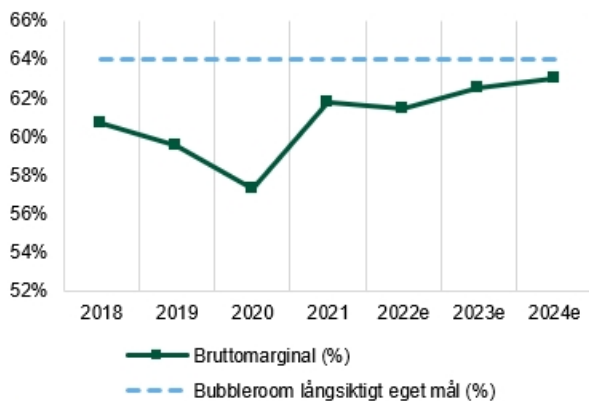
Lönsamhet: Bruttoresultat

Försäljningskanalernas sammansättning är avgörande för bruttomarginalen framöver. Bolaget hade 2020 en bruttomarginal om 62% på egna varumärken, och 47% på externa, samt en bruttomarginal på försäljning via Zalando om 74-75% under inledningen. Bubblerooms målsättning är att öka andelen egna produkter till att utgöra 80-85%. Vi noterar att man stärkte andelen egna varumärken y/y i Q4'21 från 53% till 63%, men bedömer samtidigt att mycket återstår och att en för snabb omställning kan belasta tillväxten. Omställningen kommer enligt vår bedömning drivas

primärt av Zalando-försäljningen eftersom bolaget säljer egna varumärken där. Vi bedömer att bolaget kan uppnå 73% egna varumärken 2024 och samtidigt upprätthålla en stabil tillväxt.

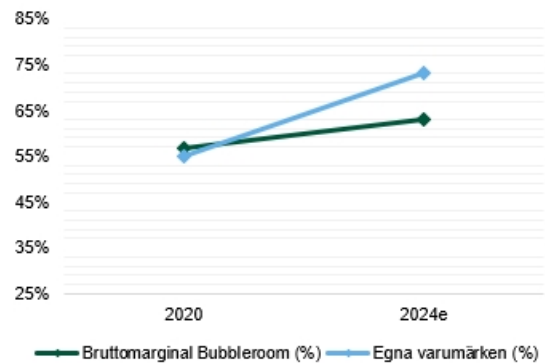
I det mer kortsiktiga perspektivet har bruttomarginalen påverkats av logistikproblem under 2021. Vi uppskattar att dessa är omkring 1-1,5 %. Utöver det har man haft mycket kraftiga bruttomarginaler via Zalando, då bolaget höjde priserna kraftigt för att bemöta den höga efterfrågan. Vi bedömer att bolaget under 2024 kan ha en bruttomarginal om 63%, drivet av utvecklingen i produktmixen.

Bruttomarginal (2018-2024, EPB est)



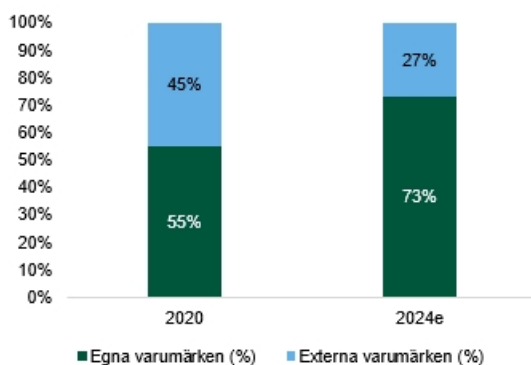
Källa: EPB

Bruttomarginal och intäktsfördelning (EPB est)



Källa: EPB

Intäktsfördelning (EPB est)



Källa: EPB

Känslighetsanalys bruttomarginal

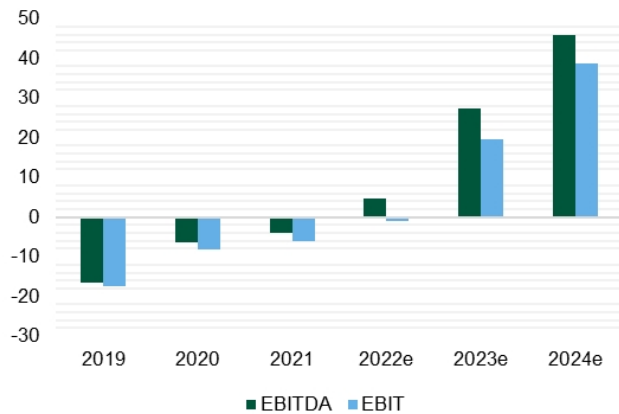
	Andel egna varumärken				
	55%	65%	75%	85%	95%
59%	53%	59%	65%	71%	77%
62%	53%	59%	66%	72%	78%
65%	53%	60%	66%	73%	79%
68%	53%	60%	67%	74%	81%
71%	54%	61%	68%	75%	82%
73%	54%	61%	68%	76%	83%

Källa: EPB

Rörelsemarginal

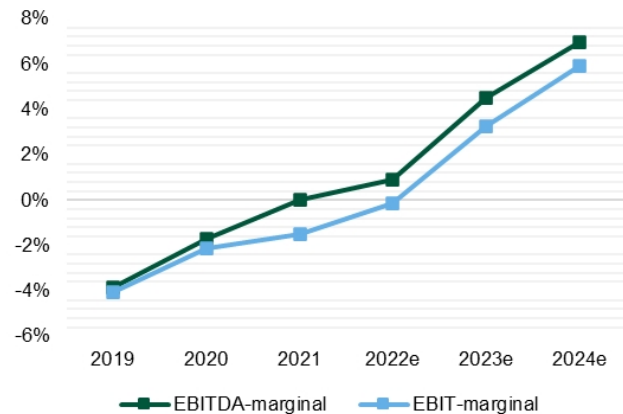
Vi noterar att bolaget för tillfället befinner sig i en expansionsfas, vilket gör att bolagets lönsamhetsmål är mer långsiktigt. I ett kortsiktigt perspektiv bedömer vi att bolaget kan åstadkomma besparingar om ca 4% av det nya automatiserade lagret - främst genom plock och pack-kostnader. Utöver det finns det en skalbarhet i bolagets rörelsekostnader där vi bedömer att ca 40% av kostnadsbasen är fast. Detta anser vi kommer generera besparingar om ca 1% av omsättningen i 2024. Sammantaget ser vi att bolaget kan se fulla effekter på rörelsekostnaderna om ca 5% år 2024. Sammantaget genereras en EBITDA om och rörelsemarginal som återges nedan.

EBITDA och EBIT (EPB est)



Källa: EPB

Marginaler (EPB est)



Källa: EPB

Värdering

Relativvärdering

Vår relativvärdering baseras på jämförelsebolag som har egna varumärken, bedriver handel online och har marknadsexponering som liknar Bubblerooms. Nedan sammanfattas de bolag vi använder i vår relativvärdering.

Peers

ASOS [ASC-GB]. ASOS är en global marknadsplats för kläder, primärt inriktad mot en yngre kundgrupp. Bolaget är baserat i Storbritannien men har försäljning i Europa och USA. Asos har de egna varumärkena ASOS Design, ASOS White och ASOS Edition, där det sista varumärket är occasionwear, vilket är kläder för högtider och sociala tillställningar. ASOS försäljning är helt onlinebaserad.

Revolution Race [RVRC-SE]. Revolution Race tillhandahåller kläder, skor och med huvudsakligt fritidsinriktning under det egna varumärket Revolution Race. Bolaget är Borås-baserat. Ca 45 % av bolagets omsättning kommer från länder inom Norden. Bolagets försäljning är helt onlinebaserad.

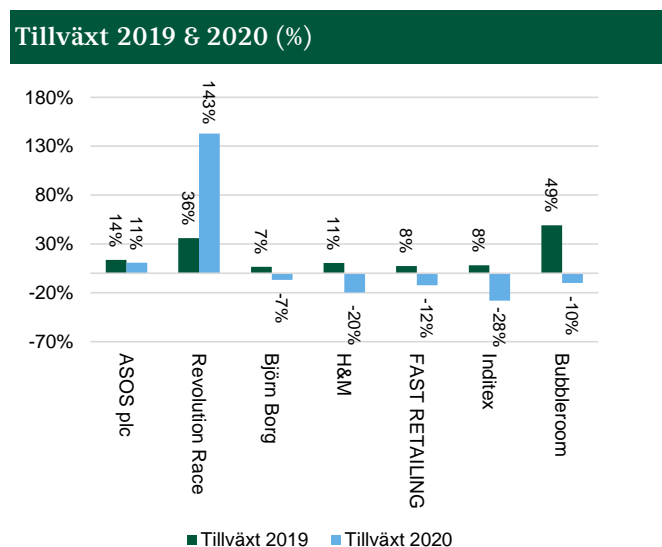
Björn Borg [BORG-SE]. Björn Borg säljer underkläder, träningskläder och accessoarer under det egna varumärket Björn Borg. Bolaget har bred försäljning inom Europa med Sverige och Nederländerna som de största marknaderna. Försäljningen är fördelad så att ca 50% är onlinebaserad, resterande säljs i butiker.

Hennes & Mauritz [HM.B-SE]. Hennes & Mauritz erbjuder butiks- och onlinebaserad klädesförsäljning globalt. Största enskilda marknaden utgörs av Tyskland med ca 16% av omsättningen. Bolagets egna varumärken inkluderar H&M, H&M Home, Weekday, COS, & Other Stories, Monki, ARKET, Afound och Sellpy.

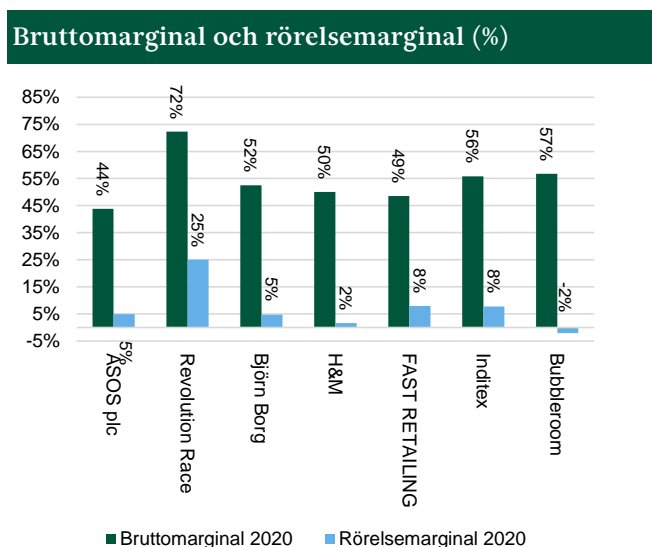
Fast Retailing [9983-JP]. Fast Retailing tillverkar och säljer kläder för vardagsbruk. Kläderna säljs bland annat under det egna varumärket Uniqlo. Bolagets största marknad är en den inhemska i Japan som utgör mer än 50%, men försäljning sker även i Europa.

Inditex [ITX-ES]. Inditex äger bland annat kedjan ZARA. Bolaget säljer kläder, skor och tillbehör, både online och i fysiska butiker. Europa utgör ca 87% av omsättningen. Bolagets varumärken inkluderar Bershka, Pull & Bear, Massimo Dutti, Stradivarius, Oysho, Zara Home och Uterqüe.

Nedan sammanfattas tillväxtutvecklingen för jämförelsebolagen för 2019 och 2020, samt bruttomarginal respektive rörelsemarginal för 2020.



Källa: Bolagsrapporter, Factset



Källa: Bolagsrapporter, Factset

Peertabeller

Varumärkesbolag	EV/EBIT				P/E				EV/Sales			
	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
ASOS plc	14,9	11,1	8,7	7,8	19,3	14,2	11,1	9,7	0,4	0,4	0,3	0,3
Revolution Race	23,6	19,1	15,4	N/A	30,4	24,7	19,9	N/A	6,5	5,0	4,0	N/A
H&M	12,5	11,1	10,3	N/A	15,5	13,5	12,3	12,4	1,2	1,1	1,1	1,1
FAST RETAILING	21,1	19,2	17,6	N/A	32,8	29,9	27,3	26,3	2,6	2,4	2,3	2,2
Inditex	11,2	10,3	9,0	N/A	15,6	14,4	13,3	12,3	2,0	1,9	1,8	1,7
Snitt exkl BBROOM	16,6	14,2	12,2	7,8	22,7	19,3	16,8	15,2	2,5	2,2	1,9	1,3
Median exkl BBROOM	14,9	11,1	10,3	7,8	19,3	14,4	13,3	12,4	2,0	1,9	1,8	1,4

Källa: Factset, EPB

Varumärkesbolag	Bruttomarginal				EBIT-marginal				FCF/sales			
	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
ASOS plc	45%	45%	45%	47%	3%	4%	4%	4%	4%	3%	4%	5%
Revolution Race	72%	72%	71%	N/A	28%	26%	26%	N/A	2%	2%	3%	3%
Björn Borg	56%	56%	57%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
H&M	53%	53%	53%	53%	9%	10%	10%	N/A	2%	3%	3%	N/A
FAST RETAILING	51%	51%	52%	51%	12%	13%	13%	N/A	3%	4%	4%	N/A
Inditex	57%	57%	57%	57%	18%	18%	19%	N/A	1%	1%	2%	N/A
Snitt exkl BBROOM	55%	56%	56%	52%	14%	14%	14%	4%	3%	3%	3%	4%
Median exkl BBROOM	54%	54%	55%	52%	12%	13%	13%	4%	2%	3%	3%	4%

Källa: Factset, EPB

Varumärkesbolag	Försäljningstillväxt				EBIT-tillväxt				EPS-tillväxt			
	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
ASOS plc	10%	15%	15%	13%	-35%	34%	28%	12%	-34%	36%	28%	14%
Revolution Race	50%	31%	25%	N/A	47%	23%	24%	N/A	47%	23%	24%	N/A
Björn Borg	10%	4%	6%	N/A	18%	9%	13%	N/A	12%	8%	15%	N/A
H&M	13%	4%	4%	-1%	32%	13%	9%	-2%	38%	15%	9%	-1%
FAST RETAILING	6%	8%	7%	3%	14%	11%	9%	-2%	12%	10%	9%	4%
Inditex	6%	5%	5%	3%	10%	8%	8%	9%	14%	9%	8%	8%
Snitt exkl BBROOM	16%	11%	10%	5%	14%	17%	15%	4%	15%	17%	16%	6%
Median exkl BBROOM	10%	7%	7%	3%	16%	12%	11%	4%	13%	12%	12%	6%

Källa: Factset, EPB

Relativvärdering: motiverat värde

Vi värderar Bubbleroom med en multipelbaserad ansats som kombineras med en DCF-modell. Vi noterar att bolaget befinner sig i en expansionsfas där tillväxt prioriteras, och att lönsamheten är ett mer långsiktigt mål. Vi väljer dock att kombinera en försäljningsmultipel med en lönsamhetsmultipel. Båda multiplarna baseras på estimaten för 2024. Vi applicerar EV/EBIT om 12x för 2024, vilket är i linje med snittet för jämförelsebolagen. Jämförelsebolagen har i snitt EV/Sales om 1,4 (exkluderat Revolution Race, som har kraftigt högre marginaler). Vi applicerar EV/Sales om 1,2 för Bubblerooms omsättning 2024e, en något lägre multipel för att reflektera den lägre lönsamheten.

Kassaflödesvärdering

Nedan sammanfattas våra antagande för DCF-modellen. Modellen har explicit prognosfönster fram till och med 2030. Vår DCF-modell applicerar en diskonteringsränta (WACC) om 7,9%, som reflekterar att bolaget har en god finansiell position med stor kassa, och baseras utöver detta på antaganden enligt tabellen nedan. Vidare antar vi en tillväxt om 3% bortom prognosperioden. Vår långsiktiga EBIT-marginal om 13% överskrider bolagets egna finansiella mål, och baseras på att vi bedömer att bolaget kan generera EBIT-marginaler som överskrider 10%, givet de goda bruttomarginalerna. Detta kräver dock uppskalning och tillväxt även bortom vårt prognosfönster fram till 2024. Vår DCF-modell indikerar ett motiverat värde om 32 kr per aktie. Vi kombinerar vår DCF-modell med en relativvärdering, och ser sammantaget ett motiverat värde om 40-42 kr per aktie.

Valuation output		WACC assumptions	
Sum of PV of FCF (explicit period)	333	Risk free nominal rate	0,4%
PV of terminal value (perpetuity formula)	1 183	Risk premium	7,0%
Enterprise value	1 516	Extra risk premium	2,0%
Latest net debt	-151	Beta	0,9
Minority interests & other	0	Cost of equity	8,5%
Equity value	1 667	Cost of debt (pre-tax)	3,0%
No. of shares outstanding (millions)	52	Tax rate	22%
Equity value per share (SEK)	32	Target debt/(debt + equity)	10%
		WACC	7,9%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	3,0%
Long term EBIT margin	13,0%
Depreciation (% of sales)	2,0%
Capex (% of sales)	2,0%
Working cap. (% of sales)	20,0%
Tax rate	20%

Nedan sammanfattas känslighetstabeller för våra antaganden kring WACC, långsiktig EBIT-marginal och tillväxt bortom vårt prognosfönster (efter 2030).

Sensitivity analysis						
Long-term growth rate						
WACC	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	
	34	37	42	47	54	
	30	33	36	40	45	
	27	29	32	35	39	
	25	27	29	31	34	
	23	24	26	28	30	
Long-term EBIT margin						
WACC	8,0%	10,5%	13,0%	15,5%	18,0%	
	27	34	42	49	56	
	24	30	36	42	49	
	21	27	32	37	43	
	19	24	29	33	38	
	17	22	26	30	34	

Värdering: sammanfattning

Nedan sammanfattas vår värderingsmetod. Vi ser sammantaget ett motiverat värde om 40-42 kr per aktie, vilket är ett snitt av vår DCF-modell, vår försäljningsmultipl och EBIT-multipl. I vår multiplvärdering nedan justerar vi nettokassan något för att reflektera investeringarna som bolaget kommer göra kommande två år. Dessa återspeglas i DCF-modellen vilket gör att vi använder nettoskuld per Q4'21 i DCF-modellen. Det genomsnittliga värdet av vår DCF-modell, vår lönsamhets- och försäljningsmultipl ger ett motiverat värde om 40-42 kr per aktie.

Värdering	
Kassa och bank (mkr)	156
Skulder (mkr)	5
Aktier	16
Nettoskuld (mkr)	(151)
Justeringar (mkr)	96
Totalt	(55)

EV/EBIT	
Target EV/EBIT 2024x	12
Target enterprise value	465
Justering nettoskuld	(55)
Target market cap	520
Per aktie	34

EV/Sales	
Target EV/Sales 2024x	1,2
Target enterprise value	788
Justering nettoskuld	(55)
Target market cap	843
Per aktie	54

Totalt	
EV/EBIT	34
EV/Sales	54
DCF	32
Snitt	40
Per aktie	40-42

Estimat						
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Sales	429	384	399	520	602	657
Growth	49%	-10%	3%	30%	16%	9%
EBIT	-17	-8	-6	-2	20	39
Marginal (%)	-4,1%	-2,1%	-1,5%	-0,4%	3,3%	6%
Nettoresultat	-15	-9	-7	-4	15	30

Risker

- Den globala ekonomin och privat konsumtion. Privat konsumtion och klädköp är beroende av hushållens ekonomi. Ökade kostnader för hushåll kan medföra minskad konsumtion av t.ex. kläder.
- Råvarupriser. Vi ser att råvarupriser såsom bomull och bränsle kan påverka bolagets produktionskostnader. Detta skulle kunna påverka bolagets bruttomarginaler och lönsamhet.
- Ökade kundreturer. Ökade returer av bolagets produkter kan medföra minskad lönsamhet.
- Lansering på nya marknader. Nylanseringar är alltid förenade med risker, då förutsättningarna i nya geografiska regioner, och även om bolaget reducerar risken genom att lansera erbjudandet först via Zalando, föreligger alltid viss osäkerhet.
- Fortsatta logistikproblem. Olika problem relaterade till logistikfrågor kan sannolikt belasta kostnaderna ifall leveransproblem uppstår.

ESG-profil

Bubbleroom är ett Boråsbaserat e-handelsbolag inom mode. Idag producerar och distribuerar bolaget kläder och accessoarer i brett utbud. Största marknaden för Bubbleroom är Sverige men kärnmarknad utgörs av hela Norden. Bolaget strävar efter att vara ett ansvarsfullt företag och hållbarhetstanken genomsyrar hela verksamheten. Med Hållbarhetspolicy som verktyg vill bolaget maximera bolagets positiva påverkan på miljön. Hållbarhetspolicyen och hållbarhetsmålen tar avstamp i Agenda 2030 samt FN:s 17 globala mål för hållbar utveckling.

Environment

I grunden av bolagets miljöarbete ligger fokus på sortiment och logistik. Bubbleroom strävar efter att minska klimatpåverkan i alla faser av deras verksamhet - från val av material till produktion och transport. Sedan 2021 är Bubbleroom medlem i organisationen STICA – Swedish Textile Initiative for Climate Action. Som en del av STICA-arbetet redovisar bolaget utsläpp enligt GHG-protokollet årligen och rapporteringen innefattar direkta utsläpp, indirekta utsläpp samt övriga utsläpp. I linjen med Agenda 2030 har Bubbleroom som mål att vara klimatneutrala i sin egen verksamhet med avseende på direkta och indirekta utsläpp. Vid materialval läggs stor vikt på hur det ser ut och känns, men samtidigt hur det håller över tid och hur det produceras. Arbetet bedrivs med att öka andelen hållbara produkter i sortimentet. Krav ställs även på Bubblers leverantörer - de uppmanas att stärka kontrollen över sina respektive värdekedjor och ställa samma hårda krav på deras underleverantörer med avseende på hållbara material men även djurrätt. Inom produktionen används kemikalier och därmed är en ansvarsfull kemikaliehantering ett måste för bolaget. Alla kemikaliekrav finns sammanfattade i Bubblers kemikalierestriktionslista som uppdateras två gånger om året i samband med lagstiftningsuppdateringar.

Social

Förutom de miljömässiga hållbarhetsmålen arbetar bolaget med aspekter som innovation, kunskap och transparens. Kunskap är en förutsättning för att alla ska kunna bidra till ett mer hållbart samhälle, enligt bolaget. Transparens är viktigt för Bubblers hållbarhetsarbete och det innebär att bolaget tillåter kunder och övriga intressenter få insyn i arbetet genom att offentliggöra väsentlig information. Ytterligare ett krav är att all produktion bedrivs under rättvisa arbetsförhållanden.

Governance

Arbete med ekonomisk hållbarhet samt ett hållbart affärsliv ingår i bolagets hållbarhetspolicy. Bolaget menar på att för att kunna nå de högt uppsatta målen är de medvetna om att deras medarbetare är den största tillgången. Styrelsen består av 4+1 styrelsemedlemmar, varav 3 är kvinnliga representanter.

Appendix: Ägarlista

Den största ägaren i Bubbleroom sett till kapital såväl som röster är Paul Källenius, styrelseledamot i bolaget, med 14,99% av vardera. Därefter följer Jonas Weil med 14,32% av kapital såväl som röster. Vidare följer John Brehmer med 13,4% av kapital och röster. Trylon AB är fjärde största ägare med 13,36% av kapital och röster. Robert Gyll äger 10,7% av bolaget.

Ledning & Styrelse

Nuvarande styrelse i Bubbleroom består av 1+4 ordinarie styrelseledamöter vilka presenteras nedan.

Freddy Sobin, styrelseordförande

Styrelseordförande och styrelseledamot sedan 2012. Övriga styrelseuppdrag innefattar styrelseordförande i Skincity Sweden AB, Kicks Norge AS och Amazing Brands Stockholm AB. Även förste vice styrelseordförande i Svensk Handel AB och styrelseledamot i Svenskt Näringsliv, Salling Group A/S samt Humla AB. Övriga uppdrag innefattar VD i Kicks Kosmetikkedjan AB. Freddy Sobin har civilekonomexamen från Handelshögskolan i Stockholm och har gedigen erfarenhet från roller som styrelseordförande för Halens AB, Cellbes AB, föreningen Svensk Digital Handel och Svensk Distanshandel AB. Oberoende i förhållande till huvudägarna, bolaget och bolagets ledning.

Susanne Holmström, styrelseledamot

Styrelseledamot sedan 2019. Övriga uppdrag omfattar styrelseledamot i Svensk Handel AB. Övriga uppdrag innefattar VD för NetOnNet AB. Susanne Holmström har masterexamen från Handelshögskolan i Göteborg och har tidigare erfarenhet från roller som bland annat Director Personal Lines på Trygg-Hansa och COO på Tele2 Sverige. Oberoende i förhållande till huvudägarna, bolaget och bolagets ledning.

Paul Källenius, styrelseledamot

Styrelseledamot sedan 2008. Övriga styrelseuppdrag innefattar styrelseordförande i iBoxen Group AB, iBoxen Infrastruktur Sverige AB, iBoxen Holding AB, iBoxen Management AB, Consortio Business Center AB, Consortio Invest AB, Cellbes AB, TFB Holding AB, Fafelle Node Stockholm AB och Fafelle Brand Company AB. Styrelseledamot i Kyla Air Nordic AB, Garpes Livsmedel AB, Källenius Invest AB, Nordisk Hypoteksförmedling AB, ANNMAKA AB, TFB Investments AB, KAAX Investments AB och KAAX Fastigheter AB. Paul Källenius har masterexamen i Teknik från Kungliga Tekniska Högskolan i Stockholm och inledde sin karriär inom läkemedelsindustrin. Sedan mer än tjugo år tillbaka är Paul serieentreprenör. Ej oberoende i förhållande till bolagets större ägare. Oberoende i förhållande till bolaget och bolagets ledning.

Malin Strihagen, styrelseledamot

Styrelseledamot sedan 2019. Övriga uppdrag omfattar styrelsesuppleant i Aprisma AB. Malin Strihagen har MBA i International Luxury Brand Management från ESSEC Business School i Paris och civilekonomexamen från Handelshögskolan i Stockholm. Hon har erfarenhet från roller som Vice President Brand och Communications på SF Studios, Sales Director på Ralph Lauren och Managing Director på Acne Art Department. Därutöver har Malin Strihagen mångårig erfarenhet från ledande befattningar inom mode och detaljhandeln med fokus på varumärkesbyggande, internationell affärsutveckling, försäljning, e-handel, marknadsföring och kommunikation/PR. Oberoende i förhållande till bolaget, bolagets ledning och huvudägarna.

Aurore Belfrage, styrelseledamot

Styrelseledamot sedan 2019. Övriga styrelseuppdrag omfattar styrelseledamot i och VD för BCB Ventures AB, styrelseledamot i Ferronordic AB, Graviz Pierenne Labs AB och Sis&Me Investment AB. Även styrelseledamot i Sveriges styrkommitté till världsutställningen Expo2020 Dubai. Tidigare befattningar – styrelseledamot i Bonzun Health Information AB. Medgrundare till fintechbolaget Wrapp. Aurore Belfrage har civilekonomexamen från Handelshögskolan i Stockholm och har erfarenhet från roller som Head of Early Stage på EQT Ventures, Senior Advisor på AI Sweden och City AI samt krönikör på Svenska Dagbladet. Därutöver har Aurore Belfrage mångårig erfarenhet från startup- och digitala verksamheter. Oberoende i förhållande till bolaget, bolagets ledning och huvudägarna.

Ledningsgrupp

Bubblerooms koncernledning består av:

Ville Kangasmuukko Nordström

CEO sedan 2015. Ville Kangasmuukko Nordström har civilekonomexamen från Handelshögskolan, Umeå Universitet och har erfarenhet från roller som Expansion & Business Development Manager och Project Manager på Hennes & Mauritz Online AB. Business Controller, Project Manager, Logistic Manager och Logistic Controller på Hennes & Mauritz Oy.

Esko Österbacka

CFO sedan 2019. Esko Österbacka har studerat på civilekonomprogrammet på Högskolan i Borås och har erfarenhet från roller som CFO på WallVision och Eurosko, Head of Business Control på Hemtex, Chief Accountant på NetOnNet samt Revisor på EY.

Nina Vatansever

CPO sedan 2017. Nina Vatansever har studerat på Högskoleingenjörsprogrammet med inriktning Textilteknologi på Högskola i Borås och har erfarenhet från roller som inköpare och projektledare på Gina Tricot, inköpare på MQ samt inköpare och inköpsassistent på Lindex.

Emilia Vuori

People and culture manager sedan 2021. Emilia Vuori har masterexamen i kommunikation från Göteborgs Universitet och har erfarenhet från roller som HR Business Partner på Tengbom Arkitekter och Senior HR Executive på HCL Technologies.

Joel Sandberg

COO sedan 2019. Joel Sandberg har erfarenhet från roller som Logistikchef på Nelly.com, Expansionschef, Business Developer och Logistikchef på H&M.

Sofie Rydberg

CMO sedan 2021. Sofie Rydberg har erfarenhet från roller som Marketing & E-commerce Manager på Bubbleroom, Campaign manager på Gina Tricot och Marketing Production Manager på Gina Tricot.

Resultaträkning, balansräkning, kassaflödesanalys

Resultaträkning

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	288	429	384	399	520	602	657
Kostnad sålda varor	-113	-174	-166	-153	-201	-226	-243
Bruttovinst	175	255	220	246	319	376	414
Övriga externa kostnader	-146	-227	-182	-203	-259	-283	-296
Personalkostnader	-28	-45	-44	-47	-57	-66	-72
Övriga intäkter	0	0	2	0	0	0	0
EBITDA	1	-17	-6	-4	4	27	46
Av- och nedskrivningar	0	-1	-2	-2	-6	-8	-7
EBIT	1	-17	-8	-6	-2	20	39
Finansiella intäkter	0	0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-1	-1	-1	-1	-2	-1	-1
Resultat före skatt	0	-19	-9	-7	-4	18	37
Skatt	0	4	0	0	0	-4	-8
Nettoresultat	0	-15	-9	-7	-4	15	30
Nettoresultat (justerat)	0	-15	-9	-7	-4	15	30

Balansräkning

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR							
Immateriella anläggningstillgångar	0	0	3	3	8	18	27
Materiella anläggningstillgångar	3	6	3	15	59	53	48
Summa anläggningstillgångar	3	6	6	18	66	71	75
Varulager	62	71	69	72	94	108	118
Övrig omsättningstillgångar	27	28	16	27	42	54	66
Kassa och bank	11	1	25	156	145	138	139
Omsättningstillgångar	100	100	110	256	280	300	323
SUMMA TILLGÅNGAR	103	106	115	274	347	372	399
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	26	12	31	169	165	180	210
Summa eget kapital	26	12	31	169	165	180	210
Kortfristiga skulder	76	94	84	100	130	150	158
Övriga kortfristiga skulder	0	0	0	0	0	0	0
Summa kortfristiga skulder	76	94	84	100	130	150	158
Långfristiga skulder	0	0	0	5	51	41	31
Summa långfristiga skulder	0	0	0	5	51	41	31
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	103	106	115	274	347	372	399

Kassaflödesanalys

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
EBIT	1	-17	-8	-6	-2	20	39
Icke kassaflödespåverkande poster	0	-1	0	1	4	2	-2
Förändringar i rörelsekapital	-2	6	10	1	-6	-7	-14
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-2	-12	2	-4	-4	15	23
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-3	-4	-2	-14	-54	-12	-11
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	13	5	24	150	46	-10	-10
Kassaflöde	9	-10	24	132	-11	-7	1
Other non-cash adjustments	0	0	0	0	0	0	0
Likvida medel	11	1	25	156	145	138	139

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation målfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarförningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instru-ment i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se